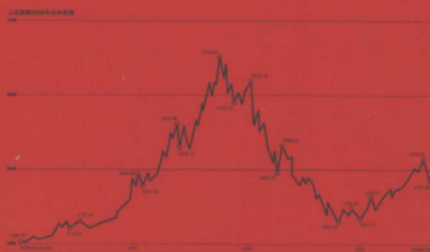
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一财经 CBN | 第一财经日报 CHINA BUSINESS NEWS

中国投资界最原生态的"牛熊转换"镜像群！
献给中国最广大普通投资者的最生动教科书！！

牛熊博弈
对话中国投资高手

周迪伦　主编



本书真实呈现中国投资高手（公私募著名投资家）在本轮熊牛转换中的投资逻辑和方法。在这轮史无前例的大熊市中，他们有人正确得离谱，有人错误得出奇，我们都一一真实呈现！

上海交通大學出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

牛熊博弈

对话中国投资高手

周迪伦 主编

上海交通大学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

内 容 提 要

本书由《第一财经日报》理财周刊高端品牌栏目“对话”文章重新编辑而成，真实呈现中国投资高手（公私募著名投资家）的投资逻辑和方法。在这轮史无前例的大熊市中，他们有人正确得离谱，有人错误得出奇，本书都一一真实呈现。

在对未来市场的预测中，有人看多，有人看空，展开一场激烈的牛熊博弈！

本书每篇文章分为投资者股海档案、操作技巧、投资者访谈、编辑点评等，可以使广大投资者从这些投资高手中学到投资心态和投资技巧。

本书对投资理财专业人员以及普通投资者都有借鉴参考价值。

图书在版编目(CIP)数据

牛熊博弈：对话中国投资高手/周迪伦主编. —上海：上海交通大学出版社，2009

ISBN978-7-313-05917-8

Ⅰ. 牛... Ⅱ. 周... Ⅲ. 股票—证券投资—中国—文集 Ⅳ. F832.51-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 126580 号

牛熊博弈：对话中国投资高手
周迪伦 主编
上海交通大学出版社出版发行
（上海市番禺路 951 号 邮政编码 200030）
电话：64071208 出版人：韩建民
常熟市文化印刷有限公司 印刷 全国新华书店经销
开本：710mm×1000mm 1/16 印张：19 字数：357 千字
2009 年 9 月第 1 版 2009 年 9 月第 1 次印刷
ISBN978-7-313-05917-8/F 定价：36.00 元

版权所有 侵权必究

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

周迪伦

自认为是一个严肃的新闻工作者和一个冷静的市场观察者，同时，也是一个隐秘的诗歌爱好者。现任第一财经日报财经新闻中心主任。

写过一些和资本市场运行有关的评论性短文，约略如下：

2005年9月9日，《新金融时代临界，股改汇改互动攻坚》，认为银行改革、股权分置改革、汇率改革三者互为依托，将正式开启中国新金融时代的序幕；

2006年5月16日，《迎接全新的金融投资时代》，认为中国的金融爆发时代正在到来；

2007年1月1日，《大投资时代：惊涛拍岸，卷起千堆雪》，认为投资者应树立大国民意识；

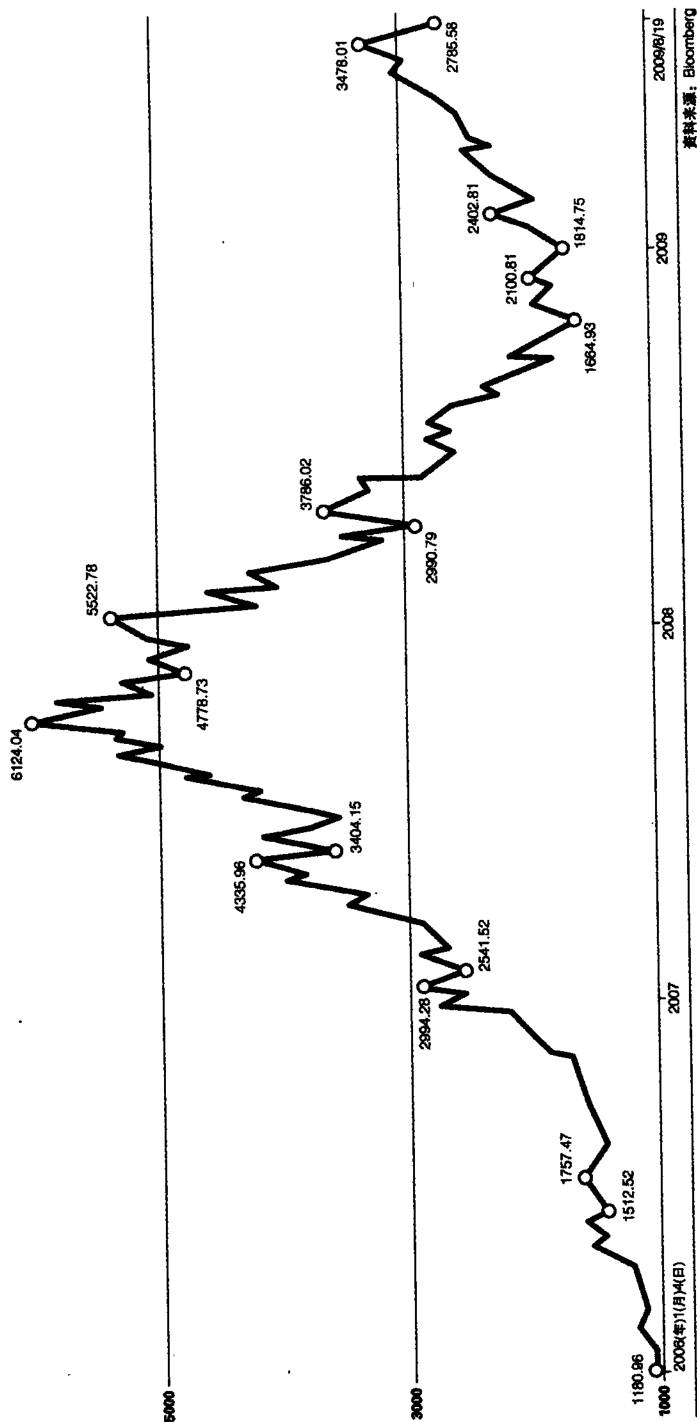
2007年8月27日，《A股：该回到常识了》，认为A股泡沫已经十分严重，建议投资者清仓；

2008年11月1日，《从“不应期综合征”中醒来，回到常识》，提醒投资者应该从崩盘的恐慌和麻木中走出来，重新开始买进股票；

2008年11月8日，《这是最坏的时刻，也是最好的时刻》，继续提醒投资者应该回到常识，买进股票。

联系方式：zhoudylan@hotmail.com

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前　言

因为工作的关系，在阅读投资类书籍的时候，我经常会感到一些遗憾：市场上充斥着大量的“股神”类书籍，内容大多是讲“股神”如何神的故事；在这些故事中，赚钱似乎成了一件不太费劲儿的事。这不合常理，同时也使我这样的读者觉得受到了“很不真诚”的对待。

是的，“赚钱是天下第一难事”。甚至可以说，这九个字可能是普通投资者需要时刻牢记于心的投资理财“第一常识”。在做各种大发其财的美梦之前，投资者应该时刻多想想这九个字，可能有助于自己识破一些骗局或减少一些损失。

2008 年元旦开始，我所服务的第一财经日报推出了周末版的《理财周刊》，这样《理财周刊》就“顺势”承担起了如实记录整个 2008 年 A 股市场大崩溃和大崩溃后超强反弹行情的“历史性”过程。

在《理财周刊》的采编过程中，尤其是在采访编辑其王牌栏目《对话》的过程中，我对“赚钱是天下第一难事”的感受愈来愈强烈：事后来看，在《对话》栏目所采访的各类手握巨资的“投资家”中，有不少“投资家”都看(做)错了方向，亏了(大家)很多钱；当然，也有“投资家”看对了，或者采取了适当的投资策略，亏的钱不多，甚至还赚了钱的。

但我总体的感觉依然是，面对百年一遇的金融危机，投资者个体的投资经验是很难应付得了市场变化的，更何况，即便是在常态市场中，“稳赚不赔的赚钱秘笈”也是不存在的。

所以，就有了把《对话》文章经过筛选编辑为一本书的想法。这本书的“任务”就是真真切切、实实在在地“还原现场”，把这些“投资家”在当时的市场判断和投资策略原生态地重新呈现在读者面前。至于读者们最关注的“赚钱之道”，尚需要读者自己结合投资实践修炼体悟。另外，在本书即将出版之际，我们在每篇文章后面加了“编辑点评”，对每位投资家作出评价，以给读者一个阅读指南。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作为一个从事新闻工作的人，我不打算粉饰谁，也不打算忽悠谁。所以，对于您拿在手里的这本书，我敢保证的只是，它至少是真诚的。同时，我也相信，它对您今后的投资实践也是会有帮助的，即便这种助益只有一点点，我也已经很满足了。

周迪伦

2009年7月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目　录

001　石波:不用过多担心市场的未来
008　但斌:时间是投资者的玫瑰
016　李驰:买入,并在公司大踏步成长为好公司的过程中持有
023　高善文:牛市进入下半场
029　石松鹰:对 A 股基本趋势充满信心
037　章飚:在不确定中寻找极为稀少的确定性
044　玛莉・克斯盖伊:金融股机会千载难逢
050　杨文斌:寻找成本转嫁能力强的行业
059　陈光明:掌握市场运行状态　把筹码变成真钱
066　朱南松:牛市"中场休息"　关注结构性、阶段性和局部性机会
074　陈家琳:在长跑中通过投资组合战胜市场
082　刘红俊:永远不要认为自己比市场更聪明
091　毛剑鸣:短期内股市最大风险来自企业盈利预测下调
099　金哲非:政策导向与投资者心态决定 A 股短期走势
106　石运金:留一点仓位给超跌的好公司
114　裴布雷:能赚到 20%的收益,你就应该牢牢抓住这个机会
121　代雪峰:跟风蓝筹"价值投机"　私募需要检讨
129　林羿:A 股市场正在提供良好的投资机会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

136 俞忠华：在暴跌50%以后，市场向上的机会要比以前多很多
142 黄齐元：大陆投资者可三种方式直通台股
150 步国旬：未来一两年内，投资者可能都要经历熊市
156 赵枫：市场不好就应该选择空仓
164 吴险峰：仓位重损失大，对市场不服气不行
171 Mark Konyn：我们采用"由下而上"的选股思路
177 吕俊：不想错失上涨行情，就与市场保持适当接触
185 许荣：估值体系崩溃，市场或进一步向下寻找均衡点
193 梁跃军：水落石出之前，还是谨慎一些为好
200 何震：我看好成长类股票
206 江平：华尔街的欺骗不等同于"阴谋论"
216 潘稷：战胜金融危机，抛空、套利、止损
225 张鸿飞：没有坏的资产，只有坏的价格
234 金松：在低PE股票中选择高增长率个股
242 吕志华：Accumulator是这样"杀人"的
248 汪建：A股市场新的历史性投资机遇已经到来
255 林少立：2009 A股，不是牛市，胜似牛市！
260 李振宁：A股会有十年牛市
266 附录1　牛年机会十人谈
280 附录2　巴菲特PK索罗斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

石波:不用过多担心市场的未来

石波股海档案

● 1999年加入华夏基金,任投资副总监、股票投资部执行副总经理,基金兴科、基金兴华、华夏回报基金、华夏回报二号基金基金经理。

● 加入华夏基金前曾任君安证券投资银行部上海总部副总经理、上海申华实业股份公司常务副总经理。

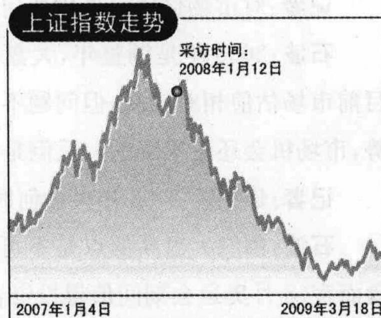


石波:上海尚雅投资管理有限公司总经理

操作技巧

● 买股票就是买公司,在作投资决定前先要把"账"算清楚。

● 买股票我们主要遵循两条路径:一是诸如可口可乐这种带有"秘方"性质的企业,巴菲特就很推崇这类公司;二是加盟店式企业,如麦当劳和沃尔玛等,这是美国明星基金经理彼得·林奇最喜好的一类公司。



采访时间:2008年1月12日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

私募，股市中的一股“神秘”力量。投资者提及“私募”二字时往往产生种种联想，口耳相传之间难免越传越“神”。

从“传统”意义上看，石波似乎是个私募的“另类”——不仅仅因为曾经掌管数百亿资金的“明星基金经理”身份，更在于其正在运作的信托私募的投资风格。

2008 年 1 月初，在毗邻上海外滩的一间办公室里，正管理着“深国投—尚雅”信托计划的上海尚雅投资管理有限公司总经理石波，和记者展开了一番近距离对话。

看好五类方向的股票

记者：你如何判断 2008 年的行情？

石波：我判断牛市还没有结束，市场可能维持一个缓慢上升行情。现在市场离真正的泡沫还比较远。2008 年大盘涨不到哪里去，也跌不到哪里去，这是因为国民经济保持 10%的增长速度是可以信赖的。以往的行情是上涨斜率太大、上涨太快，现在大家希望行情平缓增长，这能使牛市时间拉长。从一般规律看，人均 GDP 达到 3 000 美元时，一国往往会出现黄金增长期，经济起飞才刚刚开始。所以，不用过多担心市场的未来。

记者：对市场估值水平你如何看待？

石波：2008 年是调整年，大盘在 4 000～6 500 点区域波动，也可能到 8 000 点。目前市场估值相对较高，但问题不是很大，牛市还没有结束。只要市场有个平稳走势，市场机会还是很多的。反倒是如果市场上涨斜率太大，对大家来说则都有风险。

记者：你判断 2008 年大盘何时看到高点？

石波：预测大盘高低点是不可能完成的任务。但我们认为，在时间上看，对大盘而言，8 月奥运会期间值得投资者关注。

记者：能否介绍一下 2008 年你看好的投资方向？

石波：我看好五类方向的股票。

一、节能减排：节能方面有节电、节水和做环保的公司，如置信电气(600517.SH)和哈空调(600202.SH)；减排方面看好减排压力大的造纸、化工和农药等行业中解决环保问题的大企业。

二、内需增长：美国市场过去 40 年上涨幅度最大的股票基本是消费类企业，这类企业资本产出率特别高，“衣食住行”等方面品牌企业可以长期看好，如贵州茅台(600519.SH)、苏宁电器(002024.SZ)、上海家化(600315.SH)、小商品城(600415.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

SH)和华发股份(600325.SH)。

三、全球冠军:在制造方面有全球竞争力的企业,现在大家担心人民币升值后对企业的全球竞争力产生影响,但要知道,日元升值和能源危机时,日本股市上涨最好的是丰田汽车,所以投资者不要因为汇率因素而放弃一些有全球竞争能力的企业,如科达机电(600499.SH)、中联重科(000157.SZ)、成发科技(600391)、三一重工(600031.SH)和中材国际(600970.SH)。

四、未来之星:随着人们收入的增加,健康产业和化妆品行业有很好的发展前途,如科华生物(002022.SZ)和双鹭药业(002038.SZ)。

五、军工。

记者:最近业内对大盘蓝筹股议论较多,而小主题和小热点相当活跃。你如何看待这个情况?

石波:2007 年的大盘蓝筹股上涨与公募基金进入高速成长期有着密切关系。一年多的时间公募基金的规模由 8 000 亿元上升到 3 万亿元是根本原因,但如果未来没有那么大的基金发行规模,或如果行情调整后公募基金扩张速度出现下降,那就可能对大规模配置大盘蓝筹股的公募基金产生压力。如果没有增量资金,就无法对这个板块起到推动作用。需要提醒的是,在以往的情况下,百亿元规模的公募基金只能买流动性相对较好的大盘股。

记者:你做国外投资吗?

石波:我不做国外投资。每个国家都有自己的黄金增长期,我觉得现在最大的投资机会就在中国。

价值投资是买"打折"

记者:能否归纳一下你目前的投资理念?

石波:首先,我们不是做对冲指数的那类根据大盘涨跌而进行投资决策的基金,大盘下跌对我们这类价值投资型的基金更好。其次,我们是帮助大家通过"自下而上"的方法找出便宜的企业的基金。过去 20 年中国已经造就了很多大企业,再过 20 年它们有可能成为全球最大的企业。我们尤其看好有创新商业模式并能改变商业习惯的企业。我们主要看中企业的管理方式、竞争方式、商业模式,毛利率高和公司治理好的公司更能纳入我们的视野。此外,也相当看重公司的品牌和渠道价值等潜力。现在有诸如股权激励的制度安排保障,使公司价值能够被发掘出来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在买股票方面，我们主要遵循两条路径：一是诸如可口可乐这种带有“秘方”性质的企业，巴菲特就很推崇这类公司；二是加盟店式企业，如麦当劳和沃尔玛等，这是美国明星基金经理彼得·林奇最喜好的一类公司。总之，我们的投资遵循价值投资、品质投资和科学投资的原则。其中，品质投资是最重要的，尚雅投资是品质投资的“专卖店”。

记者：在你看来，怎样的投资才是价值投资？现在市场的估值“贵”吗？你们选股的方法是怎样的？

石波：所谓“价值投资”，是比较现实生活中买同样资产究竟要花费多少钱，然后看和上市公司的市值相比是否合算，再决定是否买这家公司的股票。市场往往会受情绪影响而出现下跌，但这给价值投资者提供了介人机会。总之，找出每个行业价值打折最多的股票，投资的“安全边际”就出来了。

在选股方面，我们一般都会计算企业的总市值。比如，在现实生活中你买同样单位的商铺、土地、矿产、森林和工厂要花多少钱，然后再和公司总市值相比，你就知道投资这个股票是否合算，如果你不是想把公司整个买下来，那你连 100 股也不要买，这就是价值投资。所以，买股票就是买公司，在作投资决定前先要把“账”算清楚。

打造投资“专卖店”

记者：什么原因让你决定退出规模最大、业绩最靠前的基金公司而转投私募基金？是否是圈内同行转投私募给你带来的启发？

石波：我并不是个喜欢频繁“跳槽”的人，这与我的投资风格一样，喜欢做长线。当然，无论是找工作还是做具体的基金产品，我都力争做到业内最好。我萌发做私募基金的原因，并不是同行开始频繁“流出”公募基金行业转投私募，主要缘于自己对国外基金行业发展趋势的认识。

我 2007 年到美国沃顿商学院学习时发现，美国基金产品主要有两大发展趋势：一是被动型投资，如 ETF(交易所交易基金)等通过数量化工具被动跟踪指数的基金；一是主动型基金，如带有对冲基金性质的私募基金，这类基金主要依赖基金经理的个人能力和品牌，以追求高收益率为主要目标。尤其是在后一基金的发展方向中，产生了大量耳熟能详的著名对冲基金经理人。可见，国外理财市场的发展主要是朝“两端”走：一端是大众理财市场，另一端是为高端人群提供专业服务。相对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而言，公募基金是主要针对大众投资需要而推出的理财产品，其操作方式是相当工业化、流水线式的；而私募基金是满足高端人群投资需要的私人银行，其操作方式是精细化、风格化的。随着我国经济逐步从制造时代过渡到消费服务时代，以细分化市场为对象的私募基金必将迎来春天。正是意识到投资时代的变化，我 2007 年 8 月才开始组建目前的公司。

记者：你原先供职的机构是国内最大的基金公司之一，现在单枪匹马做私募基金是否感到压力？

石波：首先我不是一个人，我们尚雅投资公司是由公募基金投资总监和基金经理打造的一个投资团队。说实话，相对原先在公募基金，我现在的状态是很轻松的。比如，以前在公募基金时 300 亿元的资产规模才一个基金经理管理，现在是 10 个人管几亿元的投资组合，我们团队成员大部分来自公募基金，基本都有 10 年以上的工作经验。在公募基金工作时，基金公司是“铁打的营盘流水的兵”，基金持有人也在不停申购赎回，“热钱”对基金经理的投资压力是很大的。所以，就我个人经验来说，以前在公募很累，工作压力很大。现在我们这个团队是一个一辈子的事业，很多持有人把他们要传给下一代的钱都交给我们打理，我们做的是一个财富传承者的工作。尚雅投资的目的是要让投资优雅起来。

记者：在操作层面上，公募和私募基金之间有何具体区别？你个人转型后有何深刻体会？

石波：公募基金由于是大众理财工具，它的责任和压力与私募基金有很大区别。公募基金由于是公共产品，投资主要是资产配置，私募基金由于只针对高端人群，讲求风格化和个性化投资。可以这么说，公募基金是投资业的“大卖场”，我现在所做的则是打造“专卖店”。

公募基金操作公开透明，受持有人和公众压力较大。由于运作资金规模巨大，运作方式是行业配置和板块轮动，基金经理的操作受基金持有人影响较大：基金投资者大量申购时，就要被动买股票；基金投资者大量赎回时，就必须卖股票。而私募基金的投资环境则相对宽松，由于我们只针对和我们投资理念和风格相同的高端投资人群，他们看问题相对长远和理性，所以我们可以精选个股、做精细化投资。

记者：有人认为，做私募不仅管理的资产比原先要小得多，而且私募基金公司的硬件条件与公募基金也不可同日而语。实际情况如何？

石波：其实，在硬件条件方面，我目前的情况和公募是没有区别的。我进入私

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

募市场不久便发现，目前这块业务的社会环境和条件已经比较完备。比如，包括银行托管、信托监管和专门负责买卖的经纪商在内的三方，越来越重视私募在行业中的作用。我们第一期的经纪商是中国国际金融公司和国信证券，他们相当重视这块。说到硬件条件，可以这样说，我每天收到的研究报告和做公募基金时一样多。同时，我们也有自己的研究、销售平台。一方面，原来的人脉关系发挥了很大作用；另一方面，作为研究报告的“卖方”，券商相当重视私募基金未来的发展。

记者：作为机构投资人来说，投资研究方面的差距往往决定了最后的结果。在你看来，在投资研究方面，私募与公募相比孰优孰劣？

石波：公募整体而言在投研方面是优势的，但由于基金业快速发展，这种优势面临挑战。有个比喻比较形象地归纳了近年来公募基金业内的人员结构：两年前基金公司的人员配备是“金字塔”形，即上头是为数不多的基金经理，多的是大量研究员；随着这几年的高速扩张，基金产品数量增长相当快，大量研究员变成基金经理，这时可能会出现成熟研究员相对基金经理要少的“倒金字塔”形人员结构，可能会使公募基金出现人才断档。而私募基金在擅长的投研领域有自己的优势，大部分私募基金由品牌基金经理和资深研究员组成，他们有着丰富的投资经验和专长。而且，由于我们采取自下而上的投资方式，在我们关注的公司研究方面可以更加精深。

让投资人有空晒太阳

记者：你如何看待私募基金的未来发展？

石波：我认为 2008 年是私募基金的“拐点”，或说行业洗牌在即。随着资本市场的壮大，国内理财业务的高端服务已经有市场需求，也有法律框架，使我们对行业发展更有信心。随着大量有投资能力的“专才”开始进入这个市场，大量经过系统性训练的公募基金人士转型进入私募基金行业，整个行业的发展将更加规范和成熟。事实上，私募基金是对公募基金的发展和补充，是投资理财行业的高端产品。

而且，随着大批有着公募基金背景的职业投资管理人进入私募基金行业，可能会对行业产生一些积极变化。比如，以前的私募主要靠个人能力，但个人投资和代客理财承担的责任是不一样的；而现在的私募基金往往更能吸收来自公募基金的风险控制、投资流程和投资技术方面的经验，私募基金的发展将更加专业化、职业化和规范化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

记者：你对自己的私募基金有何预期？

石波：在历史长河里，个人力量往往是有限的，做投资更加如此。因此，我们的理想是打造一个能够长期经得起股市波动考验的"诺亚方舟"，使我们的投资人有时间晒太阳和干好他们的本职工作，而我们每天能够跳着"踢踏舞"去上班。

（采访人　谢璐锦）

编辑点评

石波算是很有眼光的投资人之一，特别是他的选股思路。

在2008年初，整个市场还洋溢在大牛市的气氛中，上证指数还在5 000点以上。次贷危机也远未大规模扩散，美联储利率还高达4.75%。

石波当时对A股的判断是"2008年大盘涨不到哪里去，也跌不到哪里去"，是调整年。石波已经认识到当时市场估值相对较高，但认为问题不是很大，牛市还没有结束。

回头来看，石波的判断在当时已算"靠谱"的了。谁又会准确预测到后来百年一遇的金融危机呢？

石波最大的看点是他当时挖掘的股票：双鹭药业(002038.SZ)、小商品城(600415.SH)等堪称是2008年熊市中的明星股，当时购入持有至今还有盈利。置信电气(600517.SH)、科华生物(002022.SZ)也是很好的防守股。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但斌:时间是投资者的玫瑰

但斌股海档案

● 1992年起从事证券期货研究与投资,曾任君安证券与国泰君安证券《财经快讯》主笔、大鹏证券资产管理公司首席投资经理。

● 2004年3月成立深圳东方港湾投资管理有限公司,任董事总经理。

● 长期执着于价值投资。曾入选《Value》杂志华人杰出投资者。

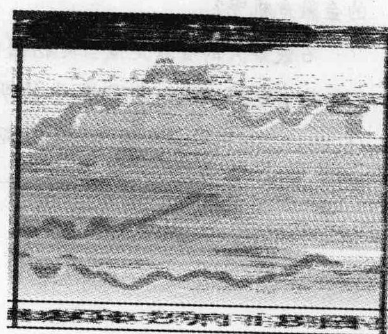


但斌:深圳东方港湾投资管理有限公司董事总经理

操作技巧

● 价值投资者一旦慎重选择了一个企业后,可以5年做一次决定,甚至10年。决定做出后,他可以多年坚持执行。而技术分析随时需要根据图形、图表和数据的变化进行抉择,选择次数不断增多,失误的概率也随之增大。

● 我觉得理想主义对投资很重要,特别是对长期投资。因为只有成为一个理想主义者,才有投资的信仰,有信仰才会坚定,在碰到大的挫折甚至是社会大的变化时,才能坚持下去。



采访时间:2008年1月17日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

万科、招商银行、平安保险、中兴通讯、华为、中集集团……年轻的深圳诞生了中国最优秀的企业群。与这群优秀企业一起成长的，还有一个私募基金经理“部落”。作为董事总经理的但斌，和他在深圳东方港湾投资管理有限公司(下称“东方港湾”)的合伙人，在这一“部落”中显得更具理想主义色彩。

上证指数经历了一年半的狂躁之后，从2007年四季度起反复震荡。指数涨跌总是牵动市场“脆弱”的神经，而在但斌看来，漫长投资生涯中，如此考验稀松平常。投资需要智慧与常识去判断和决策，更需要耐心和毅力去坚守。

2007年10月，但斌出版了自己的投资札记《时间的玫瑰》。他以此说明时间之于投资的弥足珍贵，以及长期价值投资者所担负的责任和应有的谦卑。

2008年1月中旬，但斌接受了第一财经频道《会见财经界》和记者的专访，分享他多年来对价值投资的思考，以及对中国证券市场未来的展望。

价值投资是更好的方法

记者：你从1992年起投身证券市场，经过12年的摸爬滚打，2004年你开始做私募，成立东方港湾。你投资的哲学、原则在那时是否已经形成？

但斌：从1992年到现在，差不多16年了，2004年时我也已经有12年的从业经历。那12年中我做技术分析，做短线投资，但慢慢我发现，实际上价值投资可能是一个更好的赚钱方法。

记者：技术分析，看图形、看图表，也曾经帮助一些人赚过很多钱。为什么你放弃了技术分析，而选择了价值投资？

但斌：虽说做技术分析也有赚很多的，但就我个人来说，做技术分析有时赚很多钱，也可能亏很多钱，不确定性很高。1992年我曾经用技术分析赚了很多，到1993年大跌时又亏了回去。我写过一篇文章，发现技术分析可以着眼于很长期的岁月；但实际上，将它用作短线的实战操作就很难预测，并且做的次数越多，出错概率越大。

但是价值投资者一旦慎重选择了一个企业后，可以5年做一次决定，甚至10年。决定做出后，他可以多年坚持执行。技术分析随时需要根据图形、图表和数据的变化进行抉择，选择次数不断增多，失误的概率也随之增大。

这里并不是说投资方法孰优孰劣，更重要的是适合选择哪种方法，更多的是与人性有关。不妨比较一下巴菲特和索罗斯。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

索罗斯的方法是寻找社会的漏洞，这与他三岁时的经历可能有关。他是犹太人，三岁时一家人生活在匈牙利。当时匈牙利的很多犹太人认为德国不会入侵匈牙利，但他父亲很有远见，认为德国入侵是迟早的事情。于是整个家族变卖了房产，并且移居到美国。一个三岁的小孩子，就经历了如此极端的社会变化，不可能不对他的人生产生影响。我们说“三岁看到老”嘛。

巴菲特出生在美国中部的一个比较保守的中产阶级家庭，他的父亲是议员。他身上有很多土生土长的美国人的特点，如乐观、积极、比较理想主义。

我觉得理想主义对投资很重要，特别是对长期投资。因为只有成为一个理想主义者，才有投资的信仰，有信仰才会坚定，在碰到大的挫折甚至是社会大的变化时，才能坚持下去。

所以，选择什么样的投资方法，完全基于人性。索罗斯与巴菲特经历的完全不一样，如果巴菲特选择索罗斯的方法，我想那肯定会失败；索罗斯选择巴菲特的方法，也会失败。

从我的本性出发，我发现价值投资更适合自己。当然，这不是排斥其他投资方法，因为我身边也有做短线从 2 万元做到几十亿元的，他们也很出色。

投资不是一代人的事业

记者：2003 年、2004 年，市场仍然是漫漫熊市，那时做价值投资会不会感到很孤独？

但斌：从我们的回报看，2003 年到 2005 年的熊市里也是赚钱的。在 100 多年历史中，道琼斯指数用 10%～20%的时间涨了 90%的幅度。剩下 80%～90%的时间需要做什么？需要忍耐，因为在这段时间内市场盘整下跌。这就是我刚才为什么说投资者应该有一个比较乐观主义的心态，因为投身资本市场要用孤独忍耐很多东西。

2006～2007 两年牛市，在 A 股历史中也不是很长的时间，A 股历史的绝大多数时候是调整。2007 年也同样是一个不容易的年份：1 月 31 日跌了 100 多点，2 月有一天差一点大盘跌停，然后还有“5・30”。如果不能忍受这些波动，很难赚到钱。忍耐力本身可能是少数人才会有的品格和心态。

记者：投资者总是希望能在低位买进、高位卖出。对此你怎么看？

但斌：问题是永远无法预测明天的涨跌。我有一个很好的朋友，他有一段时间

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

40 元买入贵州茅台，到 50 元就卖出。那段时间茅台在 40～50 元的价位波动了三次，他也来回倒腾了三次。最后当他第三次在 50 元卖出茅台并以为它还会再下跌后，茅台接连几个涨停板，一下子涨到 90 多元。

一般的投资者都有这样的心态：一个股票 10 元不愿意买，到了 8 元就愿意买，当涨到 15 元时他虽然认为自己错了，但就是不愿意买。另一种毛病是，大盘开始调整时，他一定是先卖出赚钱的股票，而把亏钱的股票留下来。正确的做法恰恰是应该把赚钱的股票留下来——最好的股票都不愿意拿，怎么能赚到很多钱呢？

回到茅台的问题上。一些股民以为自己能在 170 元买入，在 200 元卖出，但一旦市场真有大的调整，心理就会发生变化，开始质疑 170 元是不是调整的底部，会不会调整到 160 元甚至更低，是不是要再等一等。而实际情况恰恰是茅台上了 180 元，甚至涨到了 200 元。这个过程中可能还有反复的大势调整，但都比当初的 170 元要高。而投资者则一直在犹豫要不要买入。所以说，人们往往都想得太简单了。

一个人如果短线做得很出色，不用成功太多次，只要 50 次，每次赚 19.8%，那么 100 万元的本金到了第 50 次就变成了 83 亿元。有这样的人吗？很少很少。做对 50 次，这并不是那么容易的事情，也不是现实的赚钱方法。

记者：有人会问，按你的观点长期持有，什么时候是个头？

但斌：做投资，说老实话想得更多的还是眼前利益。如今年赚多少，明年赚多少，最多是看两三年之后的事情。实际上，投资是一件很严肃的事情，它不是这一代人的事业，它可能是几代人的归宿。

我见过一个境外同行，管理着一只基金。他的基金有两类客户：一类是基金中的基金，就是自己不做直接的管理，而是把钱拿给别人去管；另一类是欧美的家族基金会。在他的运作过程中，遇到市场涨跌，基金中的基金的那些客户就要问我的朋友，跌这么多怎么办，他们很担心；而欧洲的家族基金，他们的钱交给我的朋友后根本问也不问。他们着眼的是未来 10 年甚至 20 年；是着眼于他们投资的国家的现状、将来的经济发展潜力，和能选择到最好的行业、最好的企业进行投资。这位同行告诉我，真正在他那里赚到大钱的是这些欧洲的投资者。

事实上，以欧洲这些家族基金着眼长期的眼光，想亏钱也亏不多。

寻找穿越周期的行业

记者：如果要概括你在《时间的玫瑰》一书中的投资哲学，可以用哪句话？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但斌:就是这本书的题目——时间的玫瑰。

这几年,无论是我们自身还是证券市场,都发生了巨大的变化,这就是时间的魅力。投资也是这样的。从某种意义上讲,我们是用时间、用生命在换取财富。把所有的东西放在时间面前,都会黯淡无光。

在过去100年中,如果一个美国家庭把家庭财产投资到黄金、票据、债券和股票这几类资产中,那么100年后这个家庭的状况会大不一样。但是,如果把钱放在箱底,那么1930年1美元的购买力,到了2000年就只剩7美分了。时间在投资中起到了关键性的作用。

记者:巴菲特是一个赢得了时间的人。你去过他的股东大会现场,还专门踏访了他的家乡。这些经历使你对他的理解有变化吗?

但斌:那倒没有。到了我这样的年龄,40岁了,不太会因为某一样东西就改变价值观和对人的判断。

到了美国才发现,美国很少有人知道巴菲特,他的知名度远没有我们想象的那么高。而在中国,一般做投资的人甚至是普通百姓都知道巴菲特是个成功的投资家。

我也请教过在哈佛大学的一些朋友,他说无非是商科、投资专业里的很多人知道巴菲特,稍微“偏”一些的学科如社会学就不知道他了。在美国一般人的眼里,其实巴菲特仅仅是个富人而已。我去巴菲特的家乡,到他生活的小镇,差不多问了10个人左右,很多人都没听说过巴菲特。真的无法想象。如果是在中国一个镇上,有全世界第二富豪在那儿住着,可能全镇无人不知、无人不晓,就算方圆多少里也都知道。

最后好不容易遇到一个邮局的人,才问到巴菲特家的门牌号码,我这才找到巴菲特的家。按中国人的想法,全世界第二富豪应该住在深宅大院里,但他的家就在路边,很普通的房子,而且是社区中最差的房子。这对我的震撼力是非常大的。

记者:也许再过30年回头看,我们更能体会长期投资的重要性。那么,哪些公司能够经得起时间的检验,并且在时间的长河里越来越璀璨?这涉及到什么样的公司值得投资的问题。你的感受是什么?

但斌:我们要寻找能够穿越周期的行业,或选择穿越周期的公司。美国过去50年中胜出的行业基本上是这几个:一个是消费品,跟人们的日常生活相关的,只要人类存在,这些行业都存在;还有制药业和石油采掘。在过去30年的时间里,优势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行业还包括提供金融服务的银行和保险、房地产、教育和生物化学等。

巴菲特选择的行业，是在消费行业、保险业和连锁零售这些跟人类代代繁衍密切相关的行业中选。在这些行业中，容易出现能够比较久地穿越整个人类社会周期的行业。

中国的情况与美国应该大体相同，但在中国投资实际上更为容易。中国现在的历史阶段，各行各业如银行、保险和地产都在赚钱，这在美国是非常困难的。美国的银行业、保险业成长非常缓慢。我这次参加平安保险的年会，他们 2007 年到 2008 年新业务的增长率是 10.15%，长期看这是一个很了不起的增长。

所以，我觉得目前中国各个行业都发展很快，很容易选择一些大行业进行长期投资。而不必像在美国那样费力地从一大堆行业和企业中选择可能在某一个阶段跑得快的企业，这种选择需要很高的专业水平。

全民渴望财富之力

记者：2006～2007 年的股市总体上是一波大牛市，但是大家觉得 2008 年至少盘整波动的可能性大大增加，各种投资报告也比较谨慎。各种国内外宏观因素给整个经济的前景和证券市场走势带来了太多不确定性。你会关注这些问题吗？

但斌：说老实话，我们并不很关心这种结构性的变化，我们更关心的是“支撑”，即有哪些因素能够支撑中国经济长期向好。如探究 2007 年有什么事情能够影响到今后比较久远的岁月，构成长期影响而不是短期的波动。过了 10 年、20 年再回头看 2007 年留下了什么，那么就是这个事情影响到了 2027 年甚至 2037 年。

2007 年，“提高居民财产性收入”的提出，就是一个能长远并且深刻影响资本市场的政策。

另外，国有股减持的前提——股权分置改革 2007 年基本上告一段落，国有股获得流通权，这对资本市场的影响也是非常深远的。

当一个企业完成了股改、国有股进入资本市场后，它的意义类似于 1978 年的包产到户。1978 年包产到户时，原来属于公社只能打 200 斤粮食的土地，包给农民后能打 1 000 斤。一家国有企业股改前差不多 1 000 多亿元的市值，经过 2006 年和 2007 年，它就达到七八千亿元的市值。国有企业高管只需要把这个企业不断做大，专心致志做大，同时通过股权激励的安排，就能实现自身的价值。

这件事情的意义其实很大。这些国企高管是十亿、几十亿、上百亿元甚至更多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产的管理者，他们对社会、对企业和对整个资本市场的影响，我觉得是非常非常大的。所以，我觉得国企改制上市可能是影响久远的事情。

我们 20 年后再说 2007 年什么样的事情更加重要，可能就是像类似这样的事情。

记者：那么股指期货和"港股直通车"都不重要吗？你怎么看待 2008 年的市场发展？

但斌：股指期货是很重要的，因为它是很多衍生产品的基础性工具。有了它，就能推进很多新的产品，给交易所和券商都提供很多新的业务。深沪交易所在硬件设备上比破破烂烂的纽约交易所强得多，但水平不如人家。为什么？就是因为市场深度不够，产品不够丰富。所以股指期货一定是会有深远影响的。"港股直通车"同样重要。因为只要能买到便宜的东西，我们肯定选择去更便宜的市场——长期投资嘛。不过，这两件事情还没有真正在 2007 年掀开第一页。还有人民币升值，2007 年是一个加速升值的过程，这对中国的长远影响也很大。

经历连续两年的牛市，2008 年中国证券市场出现调整是很正常的。但我不赞同奥运会后中国牛市就结束的说法。奥运会是一个国家走上世界舞台的标志性事件，没有理由说我们刚上舞台就掉下来。

有人说现在的中国是 20 世纪八九十年代的日本，所以要"卖出"；有的说现在的中国是 20 世纪六七十年代的日本，所以要"买进"。这个问题到底怎么看？180 年前，中国的 GDP(国内生产总值)占世界的三分之一，美国占世界的 3%；180 年后，中国的 GDP 只占世界的 6%～7%，而美国占到世界的三分之一。从这个角度来看，我们的大国复兴是不是刚刚开始？

中国人创造财富的能力是非常强的。过去有闯荡南洋的福建渔民，今天有在欧洲闯荡的温州老板。谁也没有能力去阻挡 13 亿人追求幸福生活。全民都有对财富的渴望，激发的力量是非常强大的，很难有力量能够抑制住中国的这种冲动。

（采访人　蒋　飞）

编辑点评

但斌的博客头像是一片浩瀚大海。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他是个浓烈的理想主义者，甚至有些偏执。他崇尚长期投资，推崇巴菲特。作为一位长期投资者，但斌非常看好中国。

但斌对理想的追求值得市场尊敬，不过，这位“中国巴菲特”在2008年却遭到惨败。他管理的私募基金东方马拉松2008年亏损了约56%，排名靠后。

或许用1年的业绩评价但斌并不公平。10年、20年后，价值投资的玫瑰是否会真正在中国绽放呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

李驰：买入，并在公司大踏步成长为好公司的过程中持有

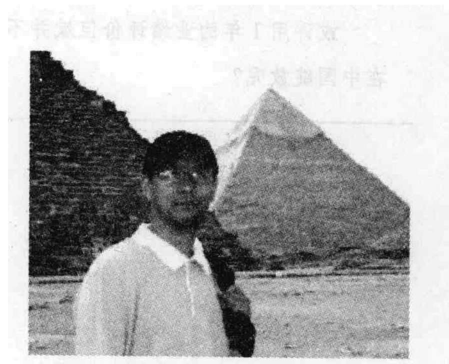
李驰股海档案

● 深圳同威资产管理有限公司董事总经理。

● 1989年南下深圳，先后任职于招商局蛇口工业区、中国宝安集团、深业集团、香港怡东国际财务投资有限公司。

● 具有15年内地证券市场和11年香港股市的投资经历，见证多起境内外证券市场风波。

● 生于20世纪60年代初，1988年毕业于浙江大学力学系流体力学专业。

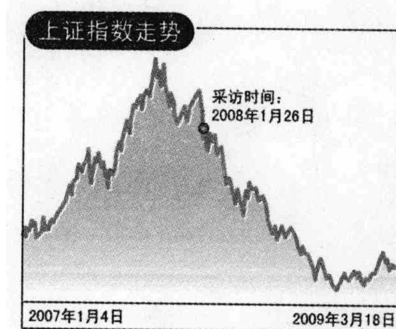


李驰：深圳同威资产管理公司总经理

操作技巧

● 好公司的股价被炒得太高，就不是好股票，市盈率水平透支了未来的增长，为什么不卖出呢？

● 成长性的投资，意味着我们需要捕捉到一个具备快速成长潜质的公司，并且在它成长最快的时候持有，最后在它长成一家靓丽的热门公司的时候卖出。



采访时间：2008年1月26日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

深圳同威资产管理公司(下称"同威")总经理李驰的博客冠名"不繁,不凡",是借用英文"Less is more"的汽车广告词"越不繁,越不凡"。投资 15 年,李驰说,这四个字概括了他最大的心得。

投资本不应该搞得太复杂,它有一些简单的类似于物理学上的"公理",可以衍生出几项基本的操作策略。市场本身是最好的老师,李驰早年在亚洲金融风暴中交了学费,然后才开始发现和应用市场的"公理"。价值投资是这些"公理"衍生出的策略之一,但不是全部;包括价值投资在内的策略被证明是有效的,但如何应用则是另一个问题。

或许觉得经常写文章表达自己的观点还是"繁"了一点,最近李驰与一位年轻的漫画家合作,陆续创作了名为"百画投资"的漫画系列。"百画",指这个系列打算出到 100 幅的时候集结出版,又与"白话"谐音。李驰想用这种最直白的方式,为普通投资者提供自己 15 年的投资经验。

李驰不赞同简单地理解和执行"买入并持有最好的公司",他的策略是"买入并在公司大踏步地成长为好公司的过程中持有"。这基本上可以解释同威的一退一进:2007 年八九月卖出万科和招商银行,而其通过股权投资(上市前融资、法人股收购等)而持有的金风科技则在随后的成长股行情中大放异彩。

2007 年 12 月 31 日,李驰在博客上作了一个 2008 年的股市预测:以内需为核心的消费升级板块将急速升温,小市值成长股将成为市场热点;创业板开幕的"震撼力将超过股权分置改革",全民炒股将演绎为"全民开讲成长性故事"。2008 年 1 月下旬在接受记者专访时,李驰再次重复了他博客中的这一判断。

巴菲特不是完美无缺的

记者:国内私募界很多人在接受访谈时都会提到"股神"巴菲特,媒体也很喜欢与你们探讨这个传奇老人。你们是在试图复制他的价值投资方法吗?

李驰:实际上搞价值投资的人很多,并不止巴菲特一个。巴菲特有一个机遇,是他很年轻的时候就管理了很大一笔钱。加上他的才能和智慧,这笔钱大大增值。有很多人做的是与巴菲特在原理上一致的事情,只不过资金少,很多年后即使增值到几亿美元,也没人会注意到他们。

有人贬低巴菲特,我在博客上写过批判文章;有人膜拜巴菲特,我们也会有所评论。关键在于,我们既不能否认巴菲特成功的投资经历对我们的巨大借鉴价值,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也不适合神化巴菲特。

国内私募投资界真正开始把价值投资作为共识，是 2006 年 4 月 8 日的一次深圳私募会议。这次会议首次在国内提出价值投资，应该具有划时代的意义。并且那个时候国内市场也确实非常适合做价值投资，原因很简单，那时可以用很便宜的价格买到很好的公司，这是价值投资的基本理念。

当时我们的判断是，这些好公司再下跌的可能性已经很小了，买进去至少不会输很多。你可以注意到，我们这个时候并没有指望这些公司，比如万科和招行，在其后的时间里面可以翻那么多倍，而只是期望不会亏——如果知道能赚这么多，我们那时候也不会再花大力气去找别的项目了，比如股权投资，还不如只买这两只股票放着不动。

那时我们并不是刻意模仿巴菲特。只是我们的有些策略和巴菲特的方法很类似，但是同威在各个不同的市场时期会有不同的策略。2006 年初的时候，价值投资的前提条件大量存在，但是目前形势下恐怕荡然无存。这个时候的证券市场需要有新的理论来支撑。

另一方面，巴菲特也不是完美无缺的，远一点有他基本没赚到“新经济”的钱，近一点有中国石油似乎卖早了。为什么“新经济”的钱，投资微软的就赚到了，投资 Google 的也赚到了，投资中国的网络股新浪和百度的也赚到了，而巴菲特没有赚到？这个问题值得我们思考。

做一个投资者，最重要的还是通过多年的投资实践不断摔打，依靠自己的经历总结市场的规律，并应用到实际投资中。掌握了规律和“公理”，我们就可以作出一些合理的预见，并且多年的实践让我们有信心相信自己的判断，最后还要有勇气做出投资行动。“预见—相信—行动”，这就是基本的投资过程了。

买蓝筹也是有风险的

记者：我们看你在 2006 年接受采访时对价值投资仍然很有信心，但到了 2007 年 9 月前后好像已经换了一种态度。这是为什么？

李驰：2006 年底，市场也在讨论指数是不是很高了、是否存在估值泡沫。但是我们预见到，人民币升值等因素会加速推涨金融和地产股，因此坚定持有万科和招行并度过了 2007 年“5·30”的市场大跌行情。后来的事实验证了我们的预见。

2007 年 9 月的时候，我们把万科、招行卖了。不能说我们那个时候是看跌好公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司，但至少是不看涨了。当然我们卖了以后，股票还有可能涨，这很正常，也有很多机构在我们卖出以后还在买入。但是我们觉得，太热闹以后必然下跌，这是颠扑不破的市场“公理”。好公司的股价被炒得太高，就不是好股票，市盈率水平透支了未来的增长，为什么不卖出呢？这是从市场波动规律中我们总结出的经验。

从企业角度看，任何一家好公司，在经历一个快速发展阶段之后，都会进入一个增速放慢的时期。这个时候它仍然是个好公司，但是它的 PEG(市盈率相对盈利增长比率)却不那么有吸引力了，以后也难以支撑高估值。我们说中集是个好公司，但为什么现在它在二级市场上表现很一般并且基本没人太关注呢？就是这个道理。万科和招行将来也可能出现这样的情况。

总结起来，我们的市场氛围似乎在给投资者一种误导，就是买好公司没有风险，并且一定能赚钱。这恐怕是有问题的。汇丰控股就是这样一个例子，2003 年它就到了 100 港元，这三四年一直在 120～150 港元，2008 年初受美国次贷影响，开始又向下跌破到 110 港元。如果这些年你一直持有汇丰控股，不但错过了中资概念股和 H 股的大牛市，甚至还可能损失。

买蓝筹也是有风险的，有时候可能比成长性题材股的风险还要大。因为好公司的股价会跌，有时候还可能大跌。

不输才能赢得多

记者：听起来，你并不是一个简单意义上的价值投资的坚守者，而是对它有所扬弃？

李驰：2006 年以来，国内私募界对价值投资的理解和实践也逐渐有一些分化，大家各自有各自的方法和理解是很正常的一件事。

在市场的不同阶段，市场自己会给自己寻求不同的理论基础。价值投资在熊市末期市场普遍低估的情况下是十分有效的，但是 2008 年初的估值水平下，所有人几乎已经找不到便宜的好公司了。那么我们要么换一个市场，在股权投资中寻求机会，要么只能是顺势而为，做成长性的投资。现在我们在实践中选择了前者，我们永远将安全边际放在投资的第一位。

成长性的投资，意味着我们需要捕捉到一个具备快速成长潜质的公司，并且在它成长最快的时候持有，最后在它长成一家靓丽的热门公司的时候卖出。刚才已经分析过，目前国内市场这样的机会还是存在的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是不管什么样的理论，我们都遵循一个简单的出发点：不要输。不要输是为了赢，而且只有不输才能赢得多。同威一直坚持这样的理念。

其实我们更相信自己十几年的投资经验，这些从市场里总结来的东西往往最可靠。历史在重复，但不是简单的重复，需要看清其中的“道”，这样就易于把握未来的机遇。但是往往多年经验总结和判断的东西大家都不愿意相信，前言不搭后语的股评倒是天天有许多人看。我们的判断不会每次都准确，但是我们有一贯的逻辑。投资最重要的就是培养这种超前的判断力，并以此作为决策的重要依据。

消费领域投资潜力大

记者：你对宏观经济环境以及证券市场将来的发展怎么看？有一种观点认为，我们的经济仍然处在高速发展的起始阶段，并且还将保持多年的高速增长，这也意味着“黄金十年”或许会成为现实。

李驰：坦白说，宏观经济环境对微观操作没有意义，一个严格意义上的价值投资者，甚至可以毫不关心宏观经济。因为他所要做的只是在好公司跌到一定价位的时候买入。

五年、十年的事情，我们怎么去预测？我甚至可以说中国证券市场哪止“黄金十年”，中国证券市场是“黄金五十年”，但是这依然对当下的操作策略没有任何指导意义。

再来看指数，世界上任何一个有足够历史的证券市场，它的指数都是长期向上的。但是指数能一直涨，投资者就能一直赚钱吗？答案是否定的。甚至指数涨都不代表这个市场的上市公司长期看都是上涨的，因为这只是一个统计上的技术处理：指数不断地把一些将来可能上涨的好公司调入样本股，另一方面不断把一些差公司调出，从而导致了其指数长期向上的现象。

和我十多年前参与的那个中国证券市场相比，应该说现在（2008年初）的中国证券市场是非常激动人心的，有很多机会。即使二级市场估值太高，我们仍然有股权投资可以参与。现在同威更多的是在忙股权投资。当然二级市场火爆了，股权投资的项目也有人抢，也把价格抢高了，但是我们仍然认为有许多机会。

前几天我们参加一个创投会议，有人说现在创投业已经很热。我的观点是国内创投的春天还刚开始，夏天远还没有到，也就是说最热的时候还在后面。

外部的经济环境给中国经济带来了很多的不确定性因素，加上取消出口退税，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

肯定会影响到出口；投资方面，最主要的房地产和基础建设遭到严厉的调控；剩下拉动中国经济的就只有内需了。我们看到内需消费很强劲，财富效应正在释放出巨大、真实的消费力。特别是一些消费升级行业正成为实实在在的受益者。现在你晚上出去吃饭，想订个位子都很难，到处爆满。2008 年的通胀环境下还肯定要涨工资，涨的工资又要花出去，进一步驱动消费，给这一领域的企业带来巨大的盈利机会。这些都会反映到证券市场上来，并且被放大。

所以说，仅仅一个消费领域，投资潜力就很大。还会有更多的像全聚德这样的连锁餐饮企业以及品牌零售、连锁服务、新能源和技术创新概念的成长性上市公司将获得市场的认同。

“价值”2008 年让位“成长”

记者：这些股票都是小市值股票，是否意味着市场热点将“弃大扬小”呢？

李驰：2007 年底我在博客上对 2008 年证券市场作展望时已经提出了这样的观点：“小的就是好的”，“小市值成长股”将成为 2008 年市场主流。

创业板开设将是里程碑式的事件，其意义甚至超过股权分置改革。创业板、中小板指数会屡创新高，从而改变以大市值股为主的市场格局。

这也恐怕是中国价值投资者们最不愿意看到的一年。因为这一年价值投资理论极可能被冷落，而价值理论在中小板、创业板这些市盈率无实际意义的板块也会遭受到质疑。价值投资 2008 年将让位于成长性投资和趋势投资。

投资和投机始终是“孪生兄弟”。成长性投资也好，趋势投资也好，多迈一步就是成长性投机和趋势投机。

说是投资，确实一些消费类股 2008 年的业绩会大大超出预料，等到年底业绩一出来，市盈率会马上降下来。如果成长性公司还处在高速增长的周期，可能业绩每年翻一番，那么为什么它们的股价不能高一点呢？

现在市场的认识有一种误区，买蓝筹不是炒作，买成长性股票就一定是炒作，并且可能遭到打压。事实上市场总是有它的自身运行规律的，现在中小板股票的表现已经提前反映出很多市场信息。我们应该细加分析，而不是简单地否定。

说是投机，即使是成长性股票也逃不出“太热闹以后总会很冷清”这个框框。这个泡沫迟早也会破，什么时候破不知道，但只要是炒作，就都会有破的一天。只有这样，后来者才会警惕，发现原来成长股也是危险的。价值投资到那时又将大行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其道。这也算是证券市场的规律吧。

（采访人 蒋 飞）

编辑点评

李驰认为2008年“价值”将让位“成长”。他在2007年八九月卖出万科和招商银行，这一步现在看是走对的。

不过，他的另一半预测——“小市值成长股将成为2008年市场主流”则未能成为现实。这源自他寄望的创业板未推出，金融危机使得大盘出现系统性风险，消费升级也迅速在经济降温中停滞。

李驰称创业板的“震撼力将超过股权分置改革”的论断值得投资者细细体会，创业板迟早会推出的。

在投资理念上，李驰对价值投资做了一番自己的演绎——并不是“买入并持有最好的公司”，而是“买入并在公司大踏步地成长为好公司的过程中持有”，这值得投资人学习。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高善文:牛市进入下半场

高善文股海档案

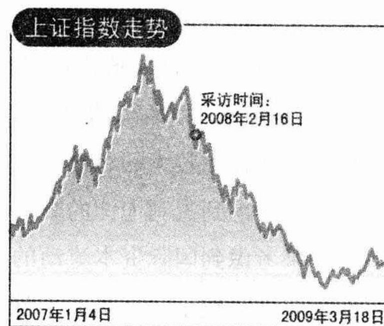
- 1995～2000 年,任职中国人民银行办公厅。
- 2003 年 9 月～2005 年 12 月,任国务院发展研究中心金融研究所综合研究室副主任。
- 2003 年 8 月～2007 年 3 月担任光大证券研究所首席经济学家。2007 年 4 月至今,任安信证券股份有限公司首席经济学家。



高善文:安信证券首席经济学家

操作技巧

- 所有的金融危机、泡沫崩溃都是在不经意间就发生了,从流动性高度充裕,很短的时间内转到流动性普遍缺乏。
- 每一次股市大跌的时候你都会发现,很小的交易量就会让价格有很大的下降压力,在那个时候流动性是非常紧张的。



采访时间:2008 年 2 月 16 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2008年1月24日，国家统计局发布数据称，2007年中国GDP超过24万亿元，较上年增长11.4%，这也是连续第五年GDP增长速度达到或超过10%。同一天下午，在位于北京金融街的新盛大厦，记者对安信证券首席经济学家高善文进行了专访。

在高善文看来，A股市场经过过去两年的重估已经积累了很大的泡沫，目前这样一个资产重估和牛市已经进入下半场，估值水平大幅攀升的过程基本结束。与此同时，资产泡沫在2008年崩溃的可能性比较小，但随着人民币升值压力的逐步释放，市场极有可能在未来的两到三年内出现转折。

2008年A股市场不确定性加大

记者：对于2008年的A股市场，你怎么看？

高善文：A股市场经过过去两年的重估应该说积累了很大的不平衡因素，一方面表现在估值水平处在比较高的位置，另一方面盈利层面也存在比较大的泡沫，主要是来自投资收益、交叉持股和房地产价格的上升等方面的因素。这些泡沫因素毫无疑问需要比较充沛的资金来支持，但从资金层面来看，支持的力量在下降。在资金层面支持力量下降的背景下，盈利层面的泡沫无疑需要时间来消化和吸收。所以对于2008年的A股市场，我们的看法是，这样一个资产重估和牛市已经进入下半场，估值水平大幅度攀升的过程基本结束，进一步抬升的空间应该不会很大。市场的上涨在比较大的程度上需要依靠实体经济层面盈利的增长来吸收，而盈利增长还要考虑到盈利泡沫的影响。

如果考虑到国际资本流动的影响和国内经济的情况，2008年资产泡沫崩溃的可能性应该比较小。市场的上涨在盈利层面取决于实体经济的活跃程度，我们对2008年的盈利增长仍然抱有相对乐观的预期，上市公司的盈利增长应该不会低于30%，工业企业的盈利增长应该会在35%～40%，这样一个增长仍然是比较强劲的。从资金层面来看，贸易盈余对市场的支持力量在下降，市场的支持主要来自国际资本流动和银行信贷所产生的资金，中期之内市场最大的不确定性取决于信贷控制的力度和持续时间，而这与汇率升值的进程和国内通货膨胀压力的释放过程等又有关系。2008年A股市场的不确定性肯定要大得多，泡沫开始全面崩溃的可能性应该不大，但牛市确定地已经转入下半场。

记者：你认为人民币还有多大的升值空间？这个升值过程需要多长时间来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

完成?

高善文:对美元再升 15%～20%应该不会太意外。再有两年差不多了吧。

记者:那按照你的资产重估理论,也就是 A 股市场两年内会出现转折?

高善文:未来两到三年内应该说有很大的概率会出现转折,只是说转折在 2008 年的可能性不大。

记者:资产市场的泡沫很大程度上是依靠充裕的流动性来支持的,那你觉得 A 股市场有没有可能出现像次贷危机之后的美国金融市场那样流动性格局突然逆转的情况?

高善文:应该说很难排除这种可能性,但短期内似乎还不会。所有的金融危机、泡沫崩溃都是在不经意间就发生了,从流动性高度充裕,很短的时间内转到流动性普遍缺乏。中国现在积累的资产泡沫,和实体经济的失衡,在未来是一定要修复的,而且这个修复很大的可能性将以破坏性的方式来收场。每一次股市大跌的时候你都会发现,很小的交易量,就会让价格有很大的下降压力,在那个时候流动性是非常紧张的。2008 年 1 月份中国市场调整比较大,就与此前的贸易顺差减速、资本流入减少和信贷收缩形成的流动性减少存在密切关联,但看起来流动性的趋势性收缩并没有形成。

重点板块走势判断

记者:对于 A 股市场的细分板块你怎么看?比如地产、金融、航空、机械和资源等板块?

高善文:从房地产板块来讲,毫无疑问,房地产市场目前正处在一个调整过程当中,包括成交量的萎缩,以及一些价格方面的调整。但这个调整不太可能意味着房地产市场就此进入熊市,更大的可能是经过一段时间的吸收以后,这个市场会重新起来。对于房地产上市公司来说,情况也是一样。

银行方面,应该说从利率调整、信贷控制到次贷危机都对银行产生了一些相对不利的影响,但银行的基本面总体来讲仍然是很强的。尽管 2008 年银行作为一个板块存在一些压力,但银行的不确定性没有那么大。

券商板块很难出现 2007 年那样的盈利增长,2008 年券商盈利出现负增长应该是完全有可能的。2007 年券商的盈利增长存在很大的泡沫成分,这个泡沫需要时间来吸收,所以 2008 年券商板块在基本面上很难有非常好的表现。券商的盈利无

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

非是来自投行、经纪和自营，2008年券商的自营业务盈利不太可能有2007年那样强，因为市场不可能像2007年那样上涨；从经纪业务来看，市场的交易额不可能有2007年那么大的上升，甚至要维持那么高的交易量都有困难；投行业务方面，2007年的中国市场筹资额已经是全球第一，2008年能维持这么高的筹资额就已经是很不错的表现，很难再有像样的增长。

2007年保险公司盈利这么强，很大程度上跟投资收益的增长有关系，保费收入的增长事实上并没有那么强。但2008年的市场肯定不可能出现2007年那样的单边巨大上涨，所以保险公司的投资收益增长也不会再有那么强。保险公司的情况跟券商有一定的相似性，没有券商那么严重。

航空板块过去两年影响非常大的一个因素是汇率升值带来的汇兑收益，2008年的汇兑收益可能会比2007年更大。油价层面当然会有一些不利影响，但相比之下汇兑收益要大得多，汇兑收益完全可以吸收掉高油价带来的负面影响。从航空需求来讲，国内航空业毫无疑问处在一个景气上涨的阶段，所以，航空板块相对来说受到的正面支持因素更大一些。

中国的装备制造业生产效率进步比较快，产品质量提升得也很快，并且在成本方面存在一些明显的竞争优势，一批龙头企业在崛起，在实体经济层面表现得很明显，在市场层面也会有不错的表现，2008年这个趋势很可能会继续维持。

有色金属应该说不同的品种之间存在差异，美国和欧洲经济的减速已经比较明显，这会减少对一部分有色金属的需求量，比如美国房地产市场的下降对全球铜的消费量就有比较明显的影响，但对铁矿石的影响就没有那么大。而有一些品种对新兴经济体需求的依赖性要高得多，这些品种应该说还处在一个景气上升阶段。

大宗商品总体上景气繁荣的阶段应该说还没有结束，考虑到美元可能进一步贬值的因素，美元价格上升压力也是比较明显的。

2008年通胀率应不会低于5%

记者：你如何评估中国的通货膨胀形势？

高善文：2008年的通货膨胀压力可能比2007年还要大。通货膨胀压力来自两个方面，一方面是从全社会的角度来看，劳动报酬和劳动工资的增长超过经济增长，在非制造部门形成由劳动成本上升推动的通货膨胀压力，这个压力在2008年很难得到全面缓解；另一方面经济的一些周期性因素在制造部门造成供求不平衡，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种情况2008年可能会比2007年更严重。2007年的通货膨胀率是4.8%，2008年应该不会低于5%。

记者：如果美国经济步入衰退，对中国经济会带来通货膨胀还是通货紧缩的效应？

高善文：如果给定别的因素都不变，对中国经济的影响当然是偏向紧缩的。因为出口下降，生产下降，价格就会降下来。但现在国内的通货膨胀压力很大，在这样的条件下，美国经济减速只会减轻国内的通货膨胀压力，而不至于使中国进入通货紧缩，在2008年这样的情况是不太可能发生的。

记者：但中国目前仍然是一个与美元相关的经济体。是不是可以这样理解，美国经济一旦衰退将对美元汇率形成贬值的压力，而美元的贬值将给所有与美元相关的经济体带来通货膨胀的压力？

高善文：这个链条上的传导环节比较复杂。一方面，美国经济的下降会导致美元区利率的下降和美元汇率的贬值，这会使更多的资金流向其他经济体，从而对它们的汇率和资产价格形成正面的影响；另外，从实体经济层面，美国经济的下降对全球经济增长和需求都会形成压制，从价格层面这会造成紧缩的影响。

各个国家的情况肯定是不一样的，对于具体的国家来讲，这取决于资产价格的上涨情况、汇率升值情况以及同美国经济联系的紧密程度，也取决于宏观经济政策的组合情况。比如说日本，20世纪80年代后期，美元是在贬值的，毫无疑问日元有很大的升值，但日本的资产价格出现快速的上涨。为了应对日元升值，日本在20世纪80年代后半期的货币政策放得比较松，事实上，日本在80年代最后几年的通货膨胀率比此前要更高。

美国经济将看房地产"脸色"

记者：美国次贷危机使得全球主要的资本市场出现了剧烈的调整和波动，索罗斯甚至将之视为二战以来最严重的金融危机，对此你怎么看？你认为这次的次贷危机什么时候可以结束？

高善文：从2007年8月份次贷危机爆发以来，到现在情况是越来越严重，从一个局部的金融市场危机逐步蔓延到整个金融体系，而且从最近一个月的数据来看，已经影响到整个美国经济。其他的市场，包括欧洲市场和新兴经济体市场，都或多或少地受到了影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在次贷危机背后有几个相互联系的问题。一是次贷危机本身暴露了在金融创新活动中，美国金融体系与金融创新相配套的风险监测和评估体系存在比较大的漏洞；二是美国房地产市场可能还处在调整和下降的过程当中，这对次级抵押贷款、正常抵押贷款以及整个美国经济都会形成越来越明显的拖累；三是一些大的金融机构资产负债表已经受到很大的损害，而且这种损害在未来的一两个季度可能进一步加重，这会影响信用创造过程，影响投资和信心。

至于次贷危机什么时候能够平息下来，各方都有不同的看法和争论。在一定程度上取决于宏观经济政策的应对是否及时和有用。从历史上的银行危机来看，经济恢复的时间通常是两到三年，所以如果认为2008年的美国经济仍然会比较糟，这应该不会有太多的悬念。

记者：读完你的报告我发现，美元汇率是资产市场一个具有风向标意义的指标，资产泡沫的催生总是在美元贬值的时候，而一旦美元开始走强，往往意味着资产重估过程即将结束。在目前的情况下，你认为美元会在什么时候开始反弹？

高善文：美元什么时候反弹实际上取决于次贷危机什么时候结束，次贷危机对经济的影响什么时候逐步被吸收。考虑到美联储可能还要降息，美国经济还在下降，美元下行的趋势应该还是很明显的，而且这一趋势在2008年很难出现根本性扭转。

（采访人　王　健）

编辑点评

高善文是2007年《第一财经日报》评选的最佳预言家，即最佳宏观分析师。资产重估理论成为当时高善文的标签，人们纷纷以此解释2006年开始的牛市。

而在2008年，高善文为人熟知的就是他“牛市下半场”的判断。现在看来，从2008年开始，A股就进入了熊市。当时应该是“熊市上半场”。

其实，在高善文的分析中，看到了对A股市场当时巨大的泡沫，看到了2008年美国经济会比较糟。不过，遗憾的是，A股泡沫比他预测破裂的早得多，美国经济乃至全球经济比他预测的糟糕得多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

石松鹰:对 A 股基本趋势充满信心

石松鹰股海档案

● 研究生学历,经济师;现任银华基金公司常务副总经理。

● 曾任中国金谷国际信托投资有限责任公司证券部业务经理,基金投资部经理。

● 北京中协天地投资顾问有限责任公司副总经理。

● 银华基金管理有限公司投资管理部经理、天华证券投资基金基金经理、银华优势企业证券投资基金基金经理、公司投资总监、公司副总经理。

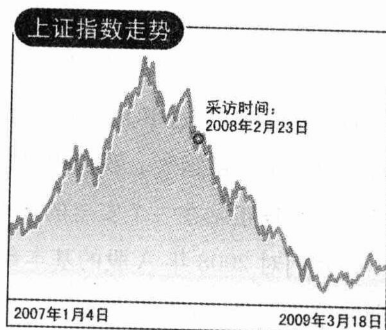


石松鹰:银华基金公司常务副总经理

操作技巧

● 估值不是算出来的,价格也不是算出来的。价格是供求关系决定的,是讨价还价出来的。很多时候,我们也算估值,但是更多时候我们是在比较,股票与股票、股票与债券、债券与存款、股票与地产,在不同的可投资的资产类别之间进行比较。

● 虽然有那么多的人说 A 股的估值太高,但 A 股的盈利增长驱动之强烈却是实实在在的,相比之下,成熟市场虽然看似便宜,但只能从分红派息、回购或者央行降息、资金流动上寻找的股价驱动看起来并不可靠。



采访时间:2008 年 2 月 23 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

身为千亿基金资产的总舵手，现任银华基金公司常务副总经理、投资决策委员会主席的石松鹰依旧在每个季度亲自撰写投资策略报告。他的报告每每令财经记者们慨叹其文采斐然，没有眼花缭乱的表格和图表，也没有过多的全球经济形势等云山雾罩的分析，石松鹰的报告总是一个简单的 WORD 文件，短短几页纸上，严密的逻辑、精彩的预测势如洪水刹那间将读者淹没，堪称低调煽情。投资策略和行业策略之外，假设的前提、数据的分析、决策的依据等被其他基金公司视为机密的整套策略逻辑，几乎全无保留。这几乎是在投资策略报告中公布自己的投资哲学，石松鹰说，如果读者理解我们的逻辑，就能知道我们是怎么做事情的。

最怕就是市场上没有对手

记者：你们怎么看待 2008 年的市场？

石松鹰：2008 年我们希望比 2007 年表现要好，原因就是这个市场更适合我们。

首先，行业有好有坏，专业人士就能发挥作用。2007 年几乎是什么行业都好，什么股票都涨，最好的办法就是借钱买股票，但共同基金不能借钱。所以我们做了很多努力，比来比去，最后买来的东西也不见得就是最好的。市场的驱动因素很复杂的时候，基金获得超额收益就很难。

第二则是市场有分歧，有人看多，有人看空。最怕的就是市场上没有对手，所有的人都看多，那这事儿就麻烦了，这会儿基金就不见得比散户更聪明了，因为此时的市场主要靠运气。我们很高兴在 2007 年岁末看到了相对保守的投资情绪，我们认为市场正站在一个安全的起点上。

我们对 2008 年 A 股的基本趋势充满信心。由于盈利增长和资金流入超越预期的可能下降，市场波动的动力更多来自于情绪和信心的恢复或者丧失。而情绪波动将不断考验增长趋势线，这可能是 2008 年 A 股运行的主流。当然，2008 年的资金流入不会出现 2007 年这样的持续、大规模、趋势性的现象，决定了市场的波动幅度将会收窄，波动频率会加快。在这场长期增长趋势和短期恐惧的较量中，我们相信勇敢者将胜出。

资金供求没有大问题

记者：进入 2008 年，中国南方城市遭遇大面积雪灾，投资人普遍担心灾害会对 2008 年的经济增长产生影响。同时，受美国次级债影响，全球股市下跌，美国经济

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前景恶化也导致投资者担心 2008 年中国经济的增速以及 A 股投资收益，你认为这些因素会对市场产生根本性的影响吗?

石松鹰:关于雪灾，我认为是个短暂的供应冲击。中央电视台每天现场直播《迎战暴风雪》,有些投资人以为会跟 SARS 一样，但是实际损失和对经济的潜在影响肯定没有这么大，而且其间发生的煤电油运的紧缺，使我们相信中国的很多产业都面临供应不足的潜在威胁，这进一步坚定了我们对 2008 年内需，特别是投资需求高增长的看法。

美国最近坏消息不断，拖累全球股票市场下跌。关于中国经济和美国经济脱钩还是挂钩的问题，我们的看法是不会绝对脱钩，但绝没有市场担心的，尤其是有些外资行渲染的那么可怕。如果只是因为担心暴风雪和美国经济导致 A 股在一个月内下跌这么多，那就是买入的机会了。只可惜我们相信市场快速下跌还是有其他的原因。

如果认为什么因素对市场的影响是根本性的，那么我相信就是中国平安的天量融资计划了。我们认为上市公司利用高估值融资扩充主业本无可厚非，但凡事得有一个度，超过这个度就会出问题了。这个度一方面包括自己的能力，中国平安以区区 1 000 亿元出头的净资产要融资 1 600 亿元，我觉得是有点狮子大张口了，平安的境外投资也是刚刚开始，市场凭什么相信你就可以做得好?上市公司要合理利用资本市场实现快速增长，但归根到底，成功的企业都是一步一步由小做大，而不是利用资本市场一口吃大的。度的另一方面是指股票市场的承受能力，所谓的流动性过剩其实也是相对的，如果上市公司竞相以这种方式融资，马上就逆转为流动性不足，需要中央银行救市了。另外，如果平安融资以后真如市场传言去境外买其他上市公司的股票，投资人不如买 QDⅡ 基金直接投资，也省得被摊薄。

股票市场的根本逻辑是钱多还是股票多的问题。我们基于过去的市场秩序认为 2008 年的资金供求没有什么大的问题，因为，潜在的资金供应能力依然很强，虽然融资和“大小非”减持会比较多，但如果大家都基于理性博弈的出发点作出决策，那么市场是可以承受的。但中国平安给我们的信号是，这样的秩序已经或将被打破，理性博弈的环境根本就不存在。如果是这样，那么 2008 年的资金供求局面从这一刻逆转，大批的“小非”、基金持有人等站在平衡木上的参与者有可能逐步转变阵营，这是不是意味着 2005 年以来的牛市提前结束了呢?尽管大部分人还在盼着下半场，尽管经济还在又好又快地增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业盈利仍可能超预期

记者：有些机构认为 2008 年企业盈利增速会放缓，而这将会成为 2008 年股市的杀伤力，在 2007 年，企业盈利超预期曾是股市上涨的推进器。你怎么看 2008 年的企业盈利？

石松鹰：我们认为，2008 年，企业盈利的增长还会那么快，而且可能还会超越市场的预期。中国的投资回报率将可持续地保持在很高的水平上，但上市公司的盈利增长总水平不可能维持在 2007 年的高水平上，上市公司盈利的结构性分化将会加速。

道理很简单，不要错看了中国经济的成长。看中国经济要看两个因素，一个是周期，一个是成长。

这一轮从 2003 年开始的中国经济的景气，很多人还是把它简单地看成一个景气循环的周期。但是我们认为，周期是一个方面，周期之外还有成长，而这正是主流的矛盾。为什么很多人会不看好经济，认为 2008 年企业盈利将会下降甚至出现倒退？我认为，这是对中国经济本质的东西看错了，也可能是传统的思维模式的影响。

从过去来看，中国经济往往都是 5 年一个周期。政府换届之后，内需膨胀、拉动 GDP 上行，大约 2 年后，新的产能释放、由过剩转向通缩。2003 年以来，GDP 走得很好，经济形势似曾相识，有很多海外的经济学家也这么看，又一轮政治周期而已。既然是一个经济周期循环，很多人就一直在期待，上行之后经济就会下滑。2004 年宏观调控，经济被打压下行，那按道理讲，2006 年、2007 年的经济形势就应该很差了。但是，2006 年、2007 年经济形势又很好，那 2008 年总该差了吧？这是很多人的主观想法，他们老是在等着中国经济放缓这一天的到来。

我们不这么认为。景气循环理论是没错的，但实际上换个角度来看，中国经济在 2006 年、2007 年已经下行了，所以 2008 年又将上行了。虽然 2006 年、2007 年 GDP 的增速维持着两位数的高速，但是剔除掉贸易顺差之后，内需增速并不快，投资者的消费需求带来的增速已经下行了，经济已经放缓了。

2003 年以后，中国的投资跟以前有很大的差别，新增投资基本都是全球最先进的设备，最先进的钢铁轧机在中国，最先进的造纸机在中国，最先进的电解铝设备也在中国。这就使得这些新增产能没有像以前一样在国内打价格战，而是具备了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全球竞争力，新增产能都转移变成出口。中国制造业的竞争力开始迸发。

随着内需新一轮景气的开始，我们认为，2008 年中游和上游的产业要面临新一轮景气的开始。2008 年将是内需景气的真正开始，高速铁路在修，很多行业出现供不应求的局面。2008 年比 2007 年有钱多了，而且，现在还没到最有钱的时候。

现在，需求的增速就已经显现。比如钢铁行业，下游包括房地产、固定资产投资、汽车、机械、造船、家电等行业，钢铁需求的增速都在 20%以上。我相信，在 2008 年某一天，钢铁会像 2003 年一样，供不应求，钢铁价格大涨。煤炭行业在 2007 年发生的故事，2008 年将会在很多行业重演。

A 股估值问题似乎被夸大

记者：估值已经成为讨论 A 股不可跳过的问题，你对此有什么看法?

石松鹰：每个个人、企业都会进行资产配置。你手里有一堆钱，天天在贬值，你看着股票有点贵，但是天天在涨，你投资它是非理性的吗? 我觉得是理性的。

估值不是算出来的，价格也不是算出来的。价格是供求关系决定的，是讨价还价出来的。很多时候，我们也算估值，但是更多时候我们是在比较，股票与股票、股票与债券、债券与存款、股票与地产，在不同的可投资的资产类别之间进行比较。

无论拿国内的市盈率和国际同业进行比较，或者拿现在的市盈率和历史进行比较，毫无疑问，估值高企。但问题的严重性似乎被高估了。在财富不断积累、实际利率不断下降、实体投资门槛越筑越高的背景下，以一个静态的估值公式去计算股票的理论价值并据此投资，似乎有刻舟求剑之嫌。

尽管成熟市场的市盈率水平相对低很多，但对于我们这些适应了高增长率股票的投资者来说，可能会觉得食之无味。虽然有那么多的人说 A 股的估值太高，但 A 股的盈利增长驱动之强烈却是实实在在的，相比之下，成熟市场虽然看似便宜，但只能从分红派息、回购或者央行降息、资金流动上寻找的股价驱动看起来并不可靠。

除此之外，由于这两年监管机关、媒体和机构投资者花费了大量的时间和版面探讨当年日本和中国台湾泡沫经济的形成历史以及经验教训，市场似乎正在学习中变得更加谨慎和保守。泡沫会因为学习而避免吗? 有可能，至少现阶段如此。

总体上说，A 股的估值风险不是市盈率太高，而是某一天盈利增长率大幅回落到与成熟市场相当的水平。但这一天不会发生在 2008 年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四大"热点话题"隐藏风险

记者：在你看来，2008年中国经济和股市的风险何在？

石松鹰：首先来看次贷危机。2007年第四季度的大幅下跌伴随着对美国次贷危机和国内宏观调控的恐惧，用某国际投行的话说，情况会比2004年更严重，当时可以依靠出口渡过难关，而今天没有过桥贷款。而我们认为今天的情况比2004年好很多，同样是宏观调控，政府针对的并不是产能过剩，而是通货膨胀。事实上，2007年第四季度信贷紧缩以来，我们没有观察到超出预期的不利数据出现。但市场的波动来自于心理层面。2008年，全球经济数据和国内宏观调控，还将成为影响投资情绪的两大风险。经济学家将比以往任何时候都更受投资者重视。

股指期货和创业板则是市场层面的两个不确定因素。尽管政府的出发点是好的，但从过往记录看，我们没有理由对股指期货和创业板推出后市场的理性表现持乐观态度。每一个聪明人都认为自己会成为赢家，而我们看到的则是总量上的大批牺牲品。股指期货的推出也许会造就另一道投机盛宴，而这次的牺牲品可能是A股，因为短期资金的大幅流失看来不可避免。

中小企业创业板也一样会成为小投资者的投机乐园，造成主板的失血。尽管从历史发展阶段来看，目前中国经济有利于大企业，但少数小企业的辉煌成长依然会刺激投机者的神经。如果股票市场出现泡沫，这个泡沫将发生在创业板，就如当年的纳斯达克一样。

我们试着问很多分析师："如果美元走强会怎么样？"没有人认为这是个严肃的话题，几乎所有的投资结论都建筑在美元继续走弱的假设上。所以假如美元走势反转，市场将出现动荡。美元有没有可能走强？我们认为有可能。第一，经常项目逆差不是弱美元的真正原因，产业转移形成的经常项目逆差可以通过利润回流得以弥补，而即便是不可能解决的逆差，看起来也正在好转；第二，在美元长期走弱以后，国际投资人的资产配置决策中将加大汇率变数的权重，毕竟，美元相比欧元已经下跌得太多，面对同样不景气的欧洲经济，如果美元出现见底迹象，以美国债券的相对较高收益率和美国股票更强劲的盈利增长，可能会引致资金回流的趋势。如果这样，新兴市场将面临最严重的考验，而当所有的弱美元假设推翻后，对我们有什么样的影响，我们需要三思。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2008 年看好五大行业

记者:银华基金在 2008 年看好哪些行业?

石松鹰:与固定资产相关的原材料、钢铁等行业利润增长将保持稳定。原材料和钢铁行业上市公司的盈利增长将高于行业平均水平,这是以中小、落后企业不断出局为代价的结果。

制造业部门整体景气,利润加速向大企业和优势企业集中。与消费相关的制造业部门虽然没有很高的需求增长,但产业结构的改善和政府淘汰落后产能的努力将帮助上市公司维持盈利增长,某些高污染、高耗能行业甚至出现景气抬升的态势。

高端消费和服务企业利润继续高速增长,航空等"瓶颈"部门不排除出现盈利井喷的局面;低端消费品和零售服务部门可能出现需求增长加速的局面,但人工和租金价格的上涨将使问题复杂化;医疗保健出现较好的发展环境。

面对平稳向好的经济局面,银行部门的盈利增长不但维持高水平,而且可预见性很强。农产品和相关行业出现历史性机会,农产品价格上涨、政府投入增加使第一产业盈利增长,化肥、农药等产业需求增长加快。

2007 年的三个"想不到"

记者:2007 年的 A 股市场有哪些事情是超出你预料的,或者说在当时是没有看懂的?

石松鹰:很多事情。2006 年底,我们的投资策略报告名为《势不可挡,顺水推舟》。现在回过头来看,当时的判断基本是对的,方向上也是没有问题的。但市场有多大幅度的上涨还是超出了我们的预期。我记得 2006 年底很多机构的预测均是较为悲观的,比如认为基金的年收益率至多为 30%到 40%。但是,市场总是比悲观的人更悲观,比乐观的人更乐观。我们以为自己已经很乐观了,但现在看起来,我们还是有些保守。

首先是企业盈利增长的速度和幅度都远远超过了我们的预期,虽然这中间有企业股票投资收益等因素。其次则是资金流入的速度和幅度,也远远超出预期。2007 年是很特殊的一年,一方面是外贸经常项目的顺差突然有很大幅度的增长,它给流动性带来了巨大的压力,尽管央行加大了回收力度,但不可避免的是,市场上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的流动性比任何年份都更加充分。另外一点，尽管我们也有所预期，作为一种资产配置，居民会把部分储蓄拿出来投资股市和基金，但这个幅度远远超出了我们的预期，包括2007年我们管理的基金的规模也远远超出了我们的预期。

第三个超出预期的则是市场转换的速度，比我们想的更快。2007年初，投机盛行，市场混乱，当时投研部门承受了很大的压力。但说实话，我个人也没有想到，市场很快就完成了从投机到价值的转换，重新回到以基本面和业绩为主导的价值投资上来。按照以前的经验，泡沫发生之后，可能要忍受很长时间，但是现在信息流动的速度越来越快，经济生活反映的时间也越来越短。其实，我们当时做好了最惨的准备，因为确实不知道市场会怎样发展。我们也知道投机无法持续，但是以什么样的方式结束，我们并不知道。

现在回过头来看，市场的主流线索还是比较清楚的，每次上涨都发生在季报、中报等公布的前后，属于业绩驱动的上涨，但中间也有很多因素是基本面之外的。比如说我们看好工程机械行业，虽然企业的盈利增长迅速，但板块的涨幅却并不大；再看煤炭行业，企业盈利增长并不快，但却是表现最好的行业。再比如整体上市、资产注入等题材，我们也认为这是很大很好的故事，但我们现在仍然认为这很难把握，因为有很大的不确定性。

（采访人　吴　慧）

编辑点评

市场总是比悲观的人更悲观，比乐观的人更乐观。在2008年初，石松鹰是很乐观的，不过，市场走势并不比他乐观，而是无比的悲观。

石松鹰的判断是建立在2008年上市公司业绩仍会大幅超预期增长的，因此A股的高估值可以维持。不过，全球经济包括中国经济却在2008年下半年急速降温，乐观随泡沫破灭了。还是那句话，计划没赶上变化。

石松鹰的另一个担心却成为了现实。即如果美元走强，新兴市场将面临严重考验。不过，石松鹰当时只是“三思”了一下而已。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

章飚:在不确定中寻找极为稀少的确定性

章飚股海档案

● 厦门大学统计学博士,1999 年加入国泰君安证券,历任国泰君安证券研究所金融工程部经理、一级研究员、衍生产品部总经理、资产管理部总经理。

● 拥有逾 9 年证券投资研究经验,主要研究方向是金融衍生产品设计开发,金融衍生产品的套期保值、套利、做市及风险管理,上市公司市值管理方法。曾参与中国市场上多只 ETF 的设计,参与设计和讨论中国沪深 300 股票指数期货合约。



章飚:国泰君安证券资产管理总部总经理

操作技巧

● 和做生意一样,好的交易一般具有的特点是:亏损要有限、要有量化。不能靠估计和"拍脑袋"来进行决策,而是应该通过数据支持来完成。

● 好的交易员应该具备以下的素质:①经过良好的专业训练,尤其在数理方面有一定的天赋;②经过市场"洗礼";③良好的个性;④具备一定的偏执;⑤自身对于自己所从事的工作十分酷爱。



采访时间:2008 年 3 月 1 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一位统计学博士在校园读书时的理想已经在现实中逐步实现：在细微的数字变动中获得确定的庞大收益；2007 年"5·30 大跌"不亏反赢；组建一支以数学模型和程序交易工具的"梦之队"，将一批数学和计算机天才集合在一起，在几乎没有风险的前提下，每年赚取 7%的收益，后来发现实际情况比预计的要好得多。国泰君安证券资产管理总部总经理章飚所领导的"神秘"金融衍生品交易团队究竟是如何做到这一切的呢？他们离真正的理想还有多远？章飚将会给出我们一个答案。

我们的市场很"原始"

记者：伴随着 2006 年到 2007 年的大牛市，A 股市场较以前有了很大的发展，但外界感兴趣的是，作为一名金融工程专家、数量化金融分析学者以及实战派高手，你眼中的市场究竟发生了哪些变化？市场本身还有哪些不足？

章飚：毫无疑问，在股改顺利完成之后，A 股市场随着大量的大盘蓝筹股不断注入市场而变得更大，市场每天的成交金额也日益增多。可以说，解决上市公司股权分置问题，使得大家的利益趋于一致。但在另一方面可以发现，金融工具并没有随着市场的发展而增多，尤其是金融衍生品对于庞大的市场规模而言还是相当少的，而且，债券市场的规模也相当小，可转债、可分离债、权证等产品还是很少，股指期货也没有推出。对于普通投资者来说，除了把手中的钱存银行，还是没有太多的理财渠道。

记者：在这几年的行情中投资者明显感受到，股指的波动幅度较以往更大，2007 年和 2008 年的行情中，股指出现了数次单日较大跌幅，你如何看待这种现象？

章飚：我个人认为，股指如此大的波动正是反映出我们的市场的深度还是相当有限。换种通俗的说法就是，当市场上涨时，大家一起上涨；当市场下跌时，大家一起下跌。尤其在共同基金的规模大为扩张的背景下，上述情况往往得到了强化。尽管在这几年的发展中以往"齐涨共跌"的局面已经有了很大的改观，但是在那些特殊的、振幅很大的日子里，还是没有完全改变上述暴涨暴跌的整体局面。出现这种原因主要是市场深度不够，具体表现为，在市场极度下跌的时候，由于市场上大家都在卖，因此很容易造成市场"一边倒"的走势。2007 年以及 2008 年的几次大震荡中已经反映出这点。从这个意义上说，我们的市场还是很"原始的"，好比是下棋，在目前金融工具有限的背景下，上场的棋手也只能看一步或者看两到三步，而有了完善和丰富的金融工具之后，高明的棋手就可能看到十步以上的棋。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

记者：在股指期货推出后，共同基金的操作模式会否发生变化？在 2007 年的行情中，不少投资者认为共同基金是出于未来推出股指期货的需要而大规模配置对指数作用很大的大盘蓝筹股。

章飚：圈子里把股指疯狂上涨的现象归结为基金经理们被散户“绑架”。尽管这是句戏言，但也说明了在市场金融工具有限的背景下，作为天然“做多”力量的共同基金只能介入流动性较好的大盘蓝筹股。对于股指期货而言，由于共同基金和对冲基金在盈利模式上有着很大的区别，因此，后者可能会大规模运行股指期货工具，对于共同基金来说，在使用金融衍生品方面应该会有所节制。不过我想提出的是，由于类似于股指期货这样的金融衍生品的缺失，国内并不存在完全意义上的对冲基金，但可以预计，当股指期货诞生的那一天，国内有可能会产生真正意义上的对冲基金。

记者：作为一名金融衍生品专家，你如何看待股指期货？

章飚：股指期货的推出将对市场产生相当大的影响。比如，会对市场产生资金分流效应，使得一批对某种指数感兴趣的投资者参与股指期货交易。同时，股指期货由于具备分散风险的功能，因此会导致部分资金肆无忌惮地买入现货市场上的股票。而在目前条件下，普通投资者在市场上获利的主要途径只是挑选出比指数“跑”得快的股票，从而取得所谓的相对收益。但在相关条件完备的状态下，投资者更能在任何市场环境下取得绝对收益。

好的交易员应具有五大素质

记者：在近几年市场投资者逐渐以共同基金为主导的情况下，价值投资方法深入人心。这是否对主要以数量化操作为主要方法的你以及你所领导的团队产生一些影响？在目前的 A 股市场上金融工具的确较少，这对看似颇显“另类”的数量化操作模式会产生怎样的影响？

章飚：数量化操作解决的是市场定价错误的问题。应该承认，在目前市场上纯粹使用数量化模式的投资者相当少。这一方面与金融衍生品工具较少有关，市场也缺乏“卖空”、期权、期货等基本工具，另一方面也与各路资金对这种操作模式认识不够有关。有的投资者甚至把数量化模式简单地看作运用 MACD、平均移动线等线性指标。在一定意义上说，数量化操作与价值投资之间的“交集”较少。这也使得在价值投资为操作主流的背景下，数量化操作目前的发挥空间还很有限。我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们在与海外同行交流中也发现，他们认为A股市场的“地”太“平”了，使得各种很好的方法无法施展。这就是市场深度还不够的另一种解读。

记者：作为一名坚定的数量化操作的实践者，你眼中的一笔“好交易”是怎样的呢？

章飚：和做生意一样，好的交易一般具有的特点是：亏损要有限、要有量化。不能靠估计和“拍脑袋”来进行决策，而是应该通过数据支持来完成。另外，好的交易讲究的是“性价比”，也就是在承担很小的风险，或者是接近于“无风险”的状态下，获得比较“厚”的利润。而且，在交易风险有限的情况下，收益波动大一点也没有关系。事实上，在现实中大家做股票中也经常提到“套利”，但在一定程度上来说，由于股票交易无法实现“卖空”，而且有的所谓的“套利”无法实现量化，因此，这种行为也只是“伪套利”，与真正的“无风险套利”相去甚远。另外提一句，我不预测指数会上涨或者下跌到哪里，我喜欢关心在市场波动中所出现的较为确定的机会。

记者：你觉得怎样的人才能算得上好的交易员？好的交易员一般要经过怎样的训练？

章飚：我所说的交易员并不是机构里平时负责下单的工作人员，而是指真正负责交易决策的专家。海外最为成功的对冲基金老板，他们本身就是行业里最顶尖的交易员。这部分人往往处于整个行业的“金字塔顶端”，收入也是最高的。一般情况下，海外成为好的交易员往往从顶尖大学MBA起步，然后去数量化的研究部门成为一名该领域的专家学者，然后进入顶尖交易机构经过全面训练后担任基金经理。在我看来，好的交易员应该具备以下的素质：①经过良好的专业训练，尤其在数理方面有一定的天赋；②经过市场“洗礼”；③良好的个性；④具备一定的偏执；⑤自身对于自己所从事的工作十分酷爱。

追求绝对“零风险”

记者：在大规模“套利”过程中，你领导的团队会否紧张？毕竟这个领域看上去风险很大，而且，金融衍生品交易也出现了不少类似交易员“豪赌”指数期货而搞垮巴林银行这样的例子。

章飚：我们只追求极低风险下的利润，如果从风险的角度上来衡量，我们的每一笔投资最好都要做到无论股票是涨是跌，我们都尽量做到“零风险”，正所谓追求风险中性。由于事先对成败的概率都精确计算过，交易风险也事先分析过，因此在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做交易时反而是相当坦然的，也不会很紧张。打个比方来说，与其他的股票交易者相比，如果我们的交易出现风险，那也只是“横穿斑马线”，而其他人则是在横穿车辆快速通过的高速公路了。

交易员里森是“豪赌”日经指数，结果搞垮了巴林银行。在我看来，里森是一个出色的股指期货交易员，他的悲剧只是因为在套利时加入了主观判断，失去了最基本的立场和纪律。以他的经验，或许 100 次里面能够成功 99 次，但只要 1 次意外就足以毁灭一切。所以在从事金融衍生品交易时，必须强调纪律。

记者：不少业内人士注意到，你所在的团队十分强调纪律。在实际操作中，有无印象最为深刻的案例？

章飚：在目前权证普遍被高估的情况下，单方向创设一般被认为是风险极低的投资。但我们当初创设武钢认购权证的时候，在 1.2 元的高价位买入了同等数量的认沽权证。一般认为，武钢认沽一般被认为几乎没有内在价值，我当然不可能不知道 1.2 元的武钢认沽最终结局一定是亏，但我当时的理由是，由于我们创设了武钢认购，为此质押了武钢股份(600005.SH)，为了规避下跌风险，我必须买入一定数量的认沽权证做对冲。为什么这样做？是为了追求“绝对零风险”，因为这是纪律。

记者：可否介绍一下你所在团队的实际战绩？

章飚：市场连续阴跌的 2005 年，运行 ETF 套利，收益率 80%；2006 年，套利范围从纯粹的 ETF 扩展到股票和权证，并取得丰厚回报。事实上，在 2007 年的几次大调整中，我们的业绩还是相当理想的，“2·27 大跌”时，我们资产当天只亏损了千分之几；“5·30 大跌”时，我们当天甚至取得了正收益。

“赢者通吃”

记者：作为国内较早进入金融衍生品领域的专业人士，你和你领导的团队当初有何成功的案例？

章飚：2003 年上半年，我所在的国泰君安新产品开发小组推出了第一个具有套利性质的产品“转债宝”，投资于转债市场。这里先简单介绍一下，可转债的安全性要比股票高得多：在股价下跌时，可转债的债券特性可使持有人得到足够保护；在股价上涨时，持有人又可以享受同等获利。比如，在 2000 年 4 月至 9 月期间，鞍钢转债相对其股价曾经平均低估 26%。在理论上，一个有心的投资者只要买入鞍钢转债并耐心等待，最后申请转为股票抛出，就可以获得 26%的无风险收益。至 2002

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年，可转债仍是冷门投资品种，大量可转债中隐含的期权价值（即未来可转股的权利所对应的价值）被严重低估，很多可转债的价格在面值附近，有些甚至低于面值。所以索罗斯当时曾惊叹，中国的可转债被低估得不可思议。当时我们买入了大量价值被低估的转债，如邯钢转债和山鹰转债。这些转债，即便仅作债券持有到期，每年就可以获得4%左右的收益，基本消除亏损可能，而如果股价上涨，则可享受更高收益。尽管获利空间非常微小，但这已构成真正的套利交易。一年间，"转债宝"获得5%的收益，而且这是在当年股票市场下跌30%的背景下取得的正收益。

记者：你所领导的部门在ETF产品套利上在圈内负有盛名，可否介绍一下你们的经验？

章飚：在ETF套利交易中，赎回后得到的是一个由50个股票组成的组合，而套利的最后一步，就是要在最快的时间内把股票卖出变现。上证50ETF的一个重要特点是投资者既可以通过市场中的买卖，也可以通过向基金公司申购或赎回来进行投资。上述两种方式之间所出现的"价差"，就是低风险套利机会。在2006年初我们发现，ETF中经常有大量股票因为股改而停牌，而此时ETF净值是按停牌前价格计算。此时购入ETF，只要成分股复牌后出现上涨，就有套利机会。比如，在2005年8月，上证50ETF中有8只成分股同时因股改而停牌，约占上证50ETF基金净值的24%。而在这些股票停牌期间，上证综指上涨超过10%，简单计算，如果这批权重占24%的股票同样上涨10%，则上证50ETF的真实净值应该会比净值高于2.4%。如果一次性购入了大量ETF，此后陆续赎回，由于赎回时得到的是一揽子股票，其中股改复牌后的股票与购入时获利近20%。

记者：有无具体的战例？

章飚：2006年3月中旬，上市公司雅戈尔（600177.SH）进入股改，方案是每10股送7份认沽权证及1份认购权证，不少小股东因为没有得到送股而相当不满。但是，雅戈尔当时的股价只有4元，而认沽权证的行权价是4.25元，认购权证的行权价是3.8元，经过仔细测算，我们买进了大量雅戈尔，成本价不到4元。补充一点，我们之所以买入成本低于同期多数投资者持股成本，是因为我们是通过买入雅戈尔可转债再转股实现的，不仅比直接买股票便宜了1%，还客观上帮助上市公司进行了债券转股。在雅戈尔停牌的两个月中，公司持股的中信证券（600030.SH）股价几乎翻了三倍。受此影响，雅戈尔复牌后股价便飙升至6.5元以上。几天后，雅戈尔认购和认沽权证上市，分别创下了5元和2元的高价，两相合计，该项投资在账面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上已经翻番。

记者：对于想进入数量化操作领域的年轻人，你个人有何忠告？

章飚：要酷爱自己所从事的领域。如果是“叶公好龙”式，应该尽早放弃。因此，我总是让不少有意参加该项活动的人要慎之又慎。因为在这个领域中，最终成功的只有那些站在“金字塔顶端”的极个别人。这是个“赢者通吃”的领域。

记者：对于普通投资者你个人有何建议？

章飚：不妨多关心创新的品种。由于老品种“套利”的方法大家都已经知道，因此，“套利”的利润会越来越“薄”。而对于那些有创新的品种、交易工具以及交易制度，最有可能产生机会。就我个人来说，也比较喜欢新一些的东西，并从这里发现那些确定的机会。对于做股票的投资者来说，普通投资者应该投资自己熟悉的公司股票。

（采访人　谢路锦）

编辑点评

“不预测指数会上涨或者下跌到哪里，我喜欢关心在市场波动中所出现的较为确定的机会。”

章飚是30多位被采访的投资人中最特别的一位。他的盈利模式是“套利”，利用数量化操作，利用各种衍生产品，在每一项交易前都做精确的计算，每一笔投资最好都要做到无论股票是涨是跌，都尽量做到“零风险”，正所谓追求风险中性。由于事先对成败的概率都精确计算过，交易风险也事先分析过，因此在做交易时反而是相当坦然的。

这是和普通投资人不同的盈利模式。在未来股指期货、更多创新工具推出的时候，这种套利模式将获得更多的应用空间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

玛莉・克斯盖伊:金融股机会千载难逢

玛莉・克斯盖伊股海档案



玛莉・克斯盖伊:美盛价值基金投资组合经理人

- 1988 年加入美盛研究部门。她自 1989 年加入美盛资金管理,负责股票基金投资的多种产业分析研究,并于 1998 年被委任为投资组合经理人。目前担任美盛价值基金的投资组合经理人,以及多只美国本地和国际共同基金的投资组合经理人。
- 她同时负责与美盛海外子公司及外部金融业伙伴的合作,从而建立基金在欧洲、加拿大及南美地区之间的关系网络。她曾于 2003 年被《巴尔的摩商业周刊》(Baltimore Business Journal)评选为巴尔的摩地区 40 大商业执行经理人之一(40 岁以下组别)。

操作技巧

- 只要股票收益率比十年期国债利率高出 200 个基点以上,股市的相对吸引力就大于债市。
- 对长期投资者来说,探讨美国经济是否陷入衰退意义不大。作为长期投资者,我们在构建投资组合时应该考虑的是 95%的经济增长期,而不是无法预测的 5%的经济非增长期。
- 过去几年表现糟糕的行业估值更有吸引力,短视和趋势投资人可能会恐慌经济衰退,长期投资者却可以利用眼下的机遇。



采访时间:2008 年 3 月 8 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

玛莉·克斯盖伊(Mary Chris Gay)在进入美盛初期是担任股票基金的产业分析研究员，10 年之后出任美盛旗下最著名的美盛价值基金(Value Trust)的投资组合经理人，跟随全球著名投资人比尔·米勒(Bill Miller)共同管理这只十几年来业绩骄人的美股基金。

这位年轻的女士同时是《巴尔的摩商业周刊》在 2003 年评出的美国巴尔的摩地区 40 大商业执行经理人之一。她的第一次中国之行，正逢美国次贷风暴前景不明，对美国经济是否陷入衰退议论纷纷之际。

估值非常重要

记者:2008 年的美国股市预期将产生较大波动，尤其是金融股还未脱离次贷风暴而大幅缩水，加上对美国经济将陷入衰退的担心，您认为 2008 年的美国股市前景如何?

Mary Chris Gay:从 1950 年至今，美国股市表现最差的 10 个 1 月份，这 10 个 1 月的平均跌幅正好和 2008 年 1 月的跌幅相当。在这 10 个 1 月中，其中有 7 年全年股市出现下跌。虽然存在这种概率和这类情况发生的可能性，但我对这样的历史数据判断仍然持相反的观点。主要基于两个原因:第一，目前投资者心态相对比较悲观，不利消息也大多已经通过股价有所反映，这对股市的后续上涨提供了空间;第二，就目前市场的价格水平来看，股票价位较低，而不是高位。

记者:为什么认为股票仍然有投资机会?

Mary Chris Gay:参照 2000 年美国股市处于高位、2002 年处于低位以及 2008 年 1 月底股票、债券和现金的几个重要指标。从美国股票收益率和十年期国债利率的差距来比较股票与债券的吸引力，你会发现目前股债的利差对股票非常有利，其有利程度几乎和 2002 年 10 月接近，两者之间的利差甚至比美国 2008 年 1 月底股市创下新低时还要大。

根据美盛的经验，只要股票收益率比十年期国债利率高出 200 个基点以上，股市的相对吸引力就大于债市。若以 1 月底十年期国债利率 3.56%为基准，我不相信两者的收益率差会回落到 200 个基点以下。

事实上，除了众所周知的金融市场风波之外，美国其他产业的获利仍然相当稳健。目前标普 500 指数中大约一半左右的公司已经公布年报，2007 年第四季度非金融类企业的盈利上涨了约 12%。尽管 2008 年第一季度和第二季度的企业获利预

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

计将会分别下滑至 2.2%和 1.9%，但非金融类股的盈利增长预计仍可达到 12.3%和 11.3%。

记者：你不担心美国经济 2008 年陷入衰退带来的风险吗？

Mary Chris Gay：没有人能精确预计美国经济 2008 年究竟将衰退到什么样的水平，而股市的全面反弹需要 3 年、5 年还是更长时间这些也都无法预计。

即使美国经济在 2008 年不会直接走向衰退，实际经济增长维持在 1%到 2%之间，以核心通货膨胀率 2%来计算，名义经济增长将达到 3%至 4%，这样的水平对很多公司来说，恐怕还是会有经济陷入衰退的“感觉”。

我的意思是，目前一些股票低估的价格已经将经济衰退带来的损失计算在内，甚至已经“考虑”了 3 年、5 年甚至更长时间的不利因素。所以说 2008 年绝对不是“追逐股价创下新高的股票”，是价值评估变得远比 2007 年更为重要的一年，并将带来更大的发挥空间。

记者：许多人看好的商品牛市，美盛怎么看？

Mary Chris Gay：也许大家会记得，《经济学人》杂志在 1999 春季的一期封面上的标题是“淹死在石油中”。据说，那时尽管在过去两年中，原油的价格下跌了一半，但“10 美元/桶可能还是太乐观了。我们可能将跌向 5 美元/桶”。它所没有说的是，当石油创出新低时，它的价格就要飞涨。

现在商品股相对于金融股的估值已经达到 50 年的高点。我们的首席投资组合管理人比尔·米勒说过：“今天，人们要买商品、新兴市场、非美国资产以及中小盘股，这些东西在 5 年前都很便宜，如果你在当时买了它们的话，现在已经可以坐收暴利了。但在五六年前，每个人都在买科技股、网络股、电信股、风险投资基金和美国大盘股，而买这些东西的时间应该是 1994 年、1995 年，当时它们都很便宜。但在 1994 年、1995 年时，人们都在买银行股和中小盘股，而这些东西应该是在 1990 年时买。”

金融股机会千载难逢

记者：哪些数据可以判断出部分股票已经被低估？这些低估的股票主要是哪一类公司？

Mary Chris Gay：我们可以看到，2000 年是美国股市估值的高点，当时的市盈率最高达到了 30 倍。在达到高位后股票价格开始下跌，到了 2002 年，市盈率只有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

13.5 倍。我相信目前股价要上涨 20%才能回到合理水平。

现在的情况与 20 世纪 90 年代初的市场状态非常相似，我认为未来几年的市场变化很有可能成为 1990 年后的翻版。目前的市盈率已经是 1990 年后的最低水平，而 1990 年后一些金融股价格已经翻了三四倍。所以目前受创最严重的股票，如金融股在未来 5 年也许机会最大。

记者:20 世纪 90 年代的情况与今天的市场有哪些相似之处?

Mary Chris Gay:20 世纪 80 年代末期的住宅市场也是欣欣向荣，当时垃圾债券等金融衍生品为市场兼并活动推波助澜，许多信贷机构都争相购买。而现在，也是金融创新活动引发的市场动荡，只不过现在的产品是重新包装成结构性金融产品的次级贷款。美联储当时也是紧缩信贷，防止通胀加剧，冲击到住宅市场。

1990 年，住宅市场崩盘，许多信贷机构破产，就像 2007 年许多抵押贷款公司一样，金融股暴跌，油价则因中东地区的战争而飙升，经济陷入衰退，政府被迫创建资产清理信托公司，为房地产金融市场“止血”。而花旗银行在得到中东投资者的融资后，市场开始趋于稳定，这点也与目前的情况相似。

从 2007 年 2 月初开始，金融股就开始下跌，到 3 月大盘才调整。金融股 2007 年 5 月曾反弹，在 8 月份美联储降低贴现率时，它们缓跌;10 月初反弹，随后急跌，一直跌到 2008 年 1 月。金融股大跌反映出从 2007 年 8 月延续至今的信贷市场流动性冻结，随之而来 2007 年 11 月消费股大跌，但因为美联储的大幅度降息，这些股票可能已经接近谷底。

房地产股在其中也未能幸免，2007 年年末平均跌幅接近了 60%。

2008 年以来，似乎金融业的恐慌更为严重，美国的货币和财政政策都已经开始迅速采取行动，我认为政府还会采取其他措施来为信贷松绑并有效刺激开支令经济增长。即便市场继续下跌，目前的价格也值得我们买入。

记者:为什么说金融股未来的机会最大?

Mary Chris Gay:不仅是金融股，跌幅最大的股票中，房地产、金融和消费行业(日用消费品除外)的估值是已经回到了 1990 年末和 1991 年初的水平，可谓千载难逢，其他板块目前无法与这些受到打压的行业股票相比。

因为另一方面，国债和股票之间的估值的差距，对股票的利好程度就跟 20 年前对国债一样大。

1991 年房地产是表现最好的行业之一，我们认为，2008 年也可能重现好景。金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

融股似乎已经触底，随着美联储进一步降息，消费需求得到释放。

更重要的是，对长期投资者来说，探讨美国经济是否陷入衰退意义不大。那些进入衰退周期、表现糟糕的股票已经按照衰退期的价格在交易。过去 25 年内仅遭遇过 2 次衰退，共计持续 17 个月，作为长期投资者，我们在构建投资组合时应该考虑的是 95％的经济增长期，而不是无法预测的 5％的经济非增长期。

我相信过去几年表现糟糕的行业估值更有吸引力，短视和趋势投资人可能会恐慌经济衰退，长期投资者却可以利用眼下的机遇。就像巴菲特在致股东信中所说的那样："当别人贪婪时，我们要学会恐惧；而别人恐惧时，我们要懂得贪婪。"

最长单一持股 15 年

记者：价值投资和长期投资的观念在中国也很受推崇，但 A 股投资人对坚持价值投资摇摆不定，美盛是如何实行价值投资理念的？

Mary Chris Gay：我们平均持股时间都在 5～7 年，最长的单一持股时间达到 15 年。我们很少根据市场意见来估值，一只公开发行的股票价格并不一定等同于价值，价格是反映短期供需变化的函数，很大程度上受到新闻和短期业绩的影响，而价值是企业未来现金流的现值，这才是我们关注的重点。所以我们关注的一些股票，常常是不被重视的，未必是大众看好的。

记者：价值投资的理念在美国是否盛行？

Mary Chris Gay：事实上，在美国有很多基金经理和投资者也是根据短期信息和动态来投资。在过去两年，市场的短期趋势投资明显，我们基金的表现没有强于大市，因为市场短视投资和趋势投资占了优势。2007 年，估值最便宜的 1/5 股票回报率是－9.7％，而估值最昂贵的股票回报率为 14.7％，两者差值是－24.4％。假如是趋势投资策略，市场反应度最高的 1/5 股票年回报率为 18.1％，反应度最低的 1/5 股票回报率是－14.7％，差值为 32.8％。也就表示 2007 年假如采取趋势投资策略是能获得更高收益的。

但是美盛仍然坚持的是价值投资、长期投资的策略，就像《证券分析》中所坚持的那样。

（采访人　冯　桔）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

编辑点评

站在金融危机中心美国的玛莉·克斯盖伊，明显贪婪得过早了。

2008 年 3 月，玛莉·克斯盖伊接受采访的时候，道琼斯指数还在 12000 点以上，而如今已经跌破 7000 点。她看好金融股，“金融股的机会千载难逢”，当时花旗集团股价还在 20 美元以上，如今已经跌至 1 美元。

克斯盖伊认为当时的市场环境与 20 世纪 90 年代相似，并预测未来几年的市场变化很有可能成为 1990 年后的翻版。事实上，次贷危机随后扩展成为近百年来最严重的一次金融危机。

相信随着金融局势的变化，克斯盖伊也已改变了当时的看法，及时纠正了错误。投资者应注意的是，金融投资中犯错是经常的，但绝不能让一次错误而导致全军覆没。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

杨文斌：寻找成本转嫁能力强的行业

杨文斌股海档案

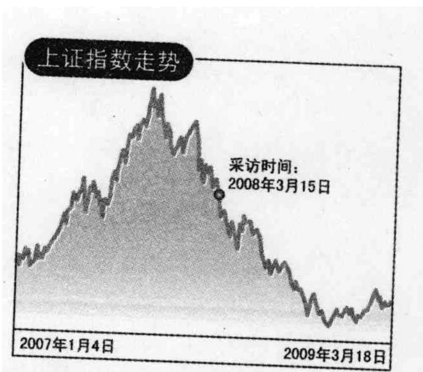


杨文斌：太保集团投资总监

● 毕业于台湾大学商学系，并在美国芝加哥大学商学研究所获得工商管理硕士。曾在美国美银信托公司、日本野村资产管理公司、美国安泰人寿、ING保险、美国万通人寿任职投资总监与常务董事。

● 2003年7月，首次来到中国大陆，开始担任平安集团首席投资执行官兼资产管理公司董事长。此后，加盟凯雷投资亚洲有限公司，并被委派到太保集团，现任职太保集团投资总监。

操作技巧



采访时间：2008年3月15日

● 金融股和地产股从长期来看还是没有什么问题的。但是不要忘记了，金融股和地产股是有杠杆作用的，好的时候会加速向上，差的时候会加速下跌，所以，尽管从长期来看没有问题，但是战术要灵活。

● 在做上市权益类投资时，行情好的时候一定要赚，行情不好的时候，要想出办法，如何分散风险。股票市场每天上上下下的，能赚多少其实不重要。对保险资金而言，长期趋势的判断才是重要的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保险资金的规模越来越大，入市的比例不断提高，从而使得保险资金在国内资本市场上的话语权也越来越大，原本“深居简出”的保险资金开始被市场高度关注。保险资金的任何“进”与“出”的举动，有时都会被市场解读为“涨”或“跌”的前兆。

中国太平洋保险集团投资总监杨文斌在接受记者专访时表示，保险公司一定要重视“另类”投资，寻找分散风险的任何机会。杨文斌是内地保险资产管理机构中极少数几位拥有美国、日本和中国内地、中国台湾、中国香港等市场投资经验的人士之一，并且行业横跨了证券、基金和保险公司。

寻找成本转嫁能力强的行业

记者：对 2008 年的资本市场有什么判断？

杨文斌：我认为，对于 2008 年的全球整个经济景气是需要小心的。如果一个大经济体“生病”了，那么其他的经济体也是会被传染的，美国问题的严重性似乎已经明确了，那么欧洲可能会是下一个。尽管亚洲区内有一定强度的内需，但是不能否认，负面的影响已经开始在上升了。就中国市场来说，对出口肯定会有一定的负面影响。

在内需上，目前的一个现实是，国内原材料价格在上涨，但是下游产业的成本上升却不见得能够完全转移出去。在经济不景气或者需求弱的时候，下游产业的转嫁能力有限，那么能买什么股票，不能买什么股票就比较明显了。转嫁能力弱的就不能买了。但是假如整体经济中不能转嫁的成分比较多的话，那么对整个经济就有影响了。

记者：现在市场对金融、地产股的看法分歧很大，你怎么看？

杨文斌：我认为，金融股和地产股从长期来看还是没有什么问题的。但是不要忘记了，金融股和地产股是有杠杆作用的，好的时候会加速向上，差的时候会加速下跌，所以，尽管从长期来看没有问题，但是战术要灵活。

目前对保险股的分歧也很大。有几个问题可能需要引起注意：其一，保险股在股市融资的成本还是比较低的，原因是，从 30 倍市盈率来看，拿回来的钱所产生的回报率只要不低于它就可以了，这应该是能够做得到的。

就增发来看，“摊薄”是一回事，“成长性”是另一回事，大家现在所说的“摊薄”其实问题不大，而是“成长性是否会被拉低”的问题。不过，也要看这钱拿来做什么？如果是放到组合投资里，那么对成长率的贡献不大明显；如果拿回来是用于购

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买低市盈率的投资项目，那么购买回来后，在消耗一段低成长性之后，还是会高速增长的。

一般来说，保险公司所进行的收购会考虑几大原则，例如在边际收益上，收购活动不能拉低现有组合的效益，这里有 ROE(净资产收益率)、EPS(每股收益)的考虑。若这一关过不了，那购买的目的是什么呢？除非有一些不能量化的因素在里面，但是这些因素在将来肯定也是能够被体现出来的，目前的市场增发融资计划，肯定会在短期内对成长性造成不利影响，但是从中长期来看，只要是买对了，成长性在未来是会呈现跳跃式的增长。高 PE(市盈率)公司买低 PE 公司，再加上一些条件的话，其实是划算的。

这一点和当年的日本不一样，当年的日本保险公司是高 PE 的资金买更高 PE 的资产。保险公司要收购什么，收购了之后派什么用场，要想清楚；在成熟市场上买什么，在开发中市场买什么要想清楚。短期内会有波动，但是要掌握机会，靠资产的增值获利是较快而且巨大的。

花费 3 年重组一家基金

记者：你入行投资这个行当时，台湾地区的资本市场处于怎样的发展阶段？

杨文斌：在 1987 年时，台湾地区的共同基金进入了一个快速发展的时期，那时有 4 家共同基金管理公司。按照当时不成文的规定，每家机构每年只能发行一只基金。我当时进入其中一家名为国际投资信托的基金公司，任职投资部总经理。

我们所做的第一个基金是在海外募集投资台湾地区，并在海外交易所交易基金，基金的投资人都是海外的机构投资者。后面几个基金依次为封闭型、开放型和类 QDⅡ产品。尽管有“一年发一个”的规定，但是在市场不好的时候，也会被允许增加基金的发行数量来“暖市”。在此后的 10 年时间里，我在投资行业做的都是与共同基金有关的公司。

一个记忆比较深刻的事件是，我们当时在伦敦 OTC 市场上有一个挂牌交易的基金，属于开放型基金。但作为一家基金管理公司来说，希望所管理基金的资产规模不要大起大落，因为这涉及到一个基金管理公司管理费收入的问题。于是，我们做了一个创新，就是把这个基金从伦敦下市，召开海外的受益人大会，进行重组，变成封闭型基金后，再于纽约证交所上市。

在重组的过程中，我经历了 3 次股灾，2 次为全球性，1 次是台湾地区自己的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

灾。重组花了3年的时光。3年中，我在台湾地区、纽约、伦敦来回跑，见了基金的海外投资人，对国际资本市场的认识也开始深刻起来。在这之后，香港经济开始展现出魅力。1992年的时候，我离开台湾地区到香港发展，加入了美银信托，出任投资总监，这是美国银行专门设立的一家给私人做理财的公司。当时是针对大客户设立专户理财，针对中小客户则是设立几个组合，让他们参与其中，这也就是内部基金。

记者：你曾在日本投资行业有比较长期的工作经验，那时让你印象最为深刻的投资品种或者领域是什么？

杨文斌：在香港地区工作两年后，我进入当时的野村投资信托（也就是基金公司）香港分公司。野村投资信托经过多次改名，现在叫野村资产管理公司。我入公司时的职务是投资总监，之后，由于当时日籍的总经理被调回国内，遂被升为总经理，这也是当时野村基金在亚洲地区（除日本）外的首位非日籍的总经理。

20世纪90年代的时候，日本的基金是通过自己系列的证券公司来募集资金的。换句话说，当时野村基金最大的客户是野村证券。我平均每两个月就要去一次日本，参加野村证券主办的投资人座谈会，当时把日本从南到北都跑遍了，后来还兼任了这家公司在新加坡的投资总监，总管亚洲（除日本外）的投资策略。

事实上，当时的野村基金在亚洲的业务分跨在香港地区和新加坡这两个点，其中，香港负责北亚业务，新加坡负责东南亚业务。基金产品也比较齐全，就是一个规模很大的亚洲基金，一个东南亚国协基金，以及涵盖亚洲（除日本外）每个国家和地区的单一国家基金。

零利率下的保险资金投资

记者：你是什么时候开始进入保险公司从事投资工作的？

杨文斌：我是在1998年开始进入保险公司做投资的。这家保险公司就是美国安泰保险。职位是负责台湾地区、香港地区、上海三个市场的投资总监。这家公司在亚太区的最大业务和资产是在台湾地区。当时台湾地区保险公司可以投资的渠道相当广泛，从股票、物业、直投、按揭放款，到海外投资等都可以做。

在1999年末的时候，安泰保险想收购一家日本的保险公司。作为出资方的代表，我去日本对这家潜在的收购对象做资产的尽职调查。随着收购的成功，我也去了日本，担任这家公司的投资总监。

不过，当时的日本保险市场高利率保单的问题非常严重，但是投资的环境十分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

严峻。股票市场是熊市，利率接近零。我们首先对这家保险公司的资产组合进行了分析，把该卖的卖掉，可以留的就留下，并制定新的投资策略，开展海外投资。

这家日本保险公司的投资组合也是全方位的。其中有贷款项目，也有物业资产。一般人会认为，保险公司不可以做贷款业务，但是事实上，除了企业贷款外，也可以做按揭业务的。这在当时的台湾地区市场上就可以操作了。我在台湾地区时，把按揭业务的占比从7%做到了20%。

另外，当时日本保险公司还有针对消费金融公司设计的融资业务。消费金融公司开展业务时需要资金，他们把贷款组合转给了保险公司。消费金融在契约里的贷款人是保险公司，消费金融公司作为贷款组合的管理人。当个别的个人借款只要有一个月发生不正常还款，作为管理人的消费金融公司立刻用新的正常贷款替换有问题的借款。利用这样的风险管理手段，保持这类贷款组合的品质。

记者：在那段时间里，有哪些投资决策是让你印象深刻的？

杨文斌：在日本的投资经历中，还有几件事是很有趣的。例如，到2000年的时候，大家都认为日本的经济已经倒退到谷底了，但是什么时候能够转好，谁都不知道。我们那时候也已经把不符合投资策略的品种与资产卖得差不多了。其中有几个贸易商社的贷款没有卖，因为，那时候我们判断大集团下面的商社不会有问题。

那时候并没有能力盘活组合里的不良资产。我们和高盛、摩根这样的在处理不良资产方面有足够多经验的公司建立了广泛联系，了解市场的资讯。我们保留了对贸易商社的贷款，也保留了对一些消费金融公司的贷款。结果当时以很大折价买来的资产，都回到账面价值，为公司创造巨额利润。

当然，我们也卖了一些不动产。当时在我们名下有一个27洞的高尔夫球场地。这个高尔夫球场是抵债的担保物。在处理这个项目的时候，我们有过犹豫。考虑是应该再多买周边几个球场，形成规模，副业经营高球业务呢，还是索性卖掉？经过详细的调研，最后还是决定卖掉。我们采取了招标的形式，当时高盛、美林还有一家日本当地的企业都参与了。最后以14亿日元的价钱成交。从7亿日元的价格买入，到14亿日元的价格卖出，中间也就只隔了两年的时间。

我们并不是什么物业都卖的。当时在我们的名下有一个有近百年历史的办公物业，是在东京最繁华的银座地区。在附近的东映公司曾提议一起做一个影城项目，但提出的条件不好，我们没有同意。后来我们把这个在银座的物业进行改造并出租，租这些物业的客户包含牙医。而我们自己搬到了涉谷办公，这样比较划算。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

记者：这段时间的投资经历，对你现在在大陆的工作有什么帮助？

杨文斌：日本的市场是比较接近欧美的，也比较先进，保险公司投资物业是被允许的。有个投资项目，我现在还记得。那就是我们曾在几所大学旁边买了一栋楼，把它改建成学生宿舍出租。即便当时经济还是不景气，但是学生宿舍的租金却是雷打不动，出租率也很高。一年中的 11 个月都是满的，只有 1 个月是空的，因为那个月是学校的假期。这个事情让我很有感触，就是即使在经济不景气的时候，也有不受影响的行业，关键是要寻找。现在看来，在日本收购这家保险公司的保险本业没有太大的盈利贡献，倒是资产的增值带来了巨大的利润。

保险公司是会关门的

记者：你经历过亚洲经济的快速增长及亚洲金融危机全面爆发的时期，你对 1994～1997 年及 1997～1998 年的那两段时间的记忆是什么样的？有哪些经验对现在仍有借鉴意义？

杨文斌：事实上，当我还在台湾地区工作的时候，就意识到如何运用资产配置以及海外投资的方式来阶段性、有计划地提高投资收益率，强化保险业务的竞争力。在当时，俄罗斯发生金融危机，外币发行的国债价格一落千丈。我们当时的判断是作为国际社会的一分子，若是到期外币债券的本息不偿还，这个国家基本上会被国际金融界所排斥。因此判断俄罗斯一定会到期还本付息。结果我们的决策是正确的。对信用风险的判断实在是一线之间。

日本的保险公司在高利率保单和金融危机的夹击中，真的几乎是每两三个月就有一家倒闭，这是我亲眼看见的，之前没有人会相信保险公司会倒闭，但事实上，保险公司的确会关门。那时候，投资股票是不赚钱的，我们需要想办法在股票市场之外寻找到一些收益来源。"另类投资"和"证券化投资"，是能够提高收益，同时风险却没有增加太多的一种投资手段。

保险资金也必须进行股权和物业投资。如果这些活动是在高点进行的话，结果肯定会很惨。但是如果是在低点建立部位，那么即使收益率稍微低一点也无所谓。还有，日本当时的情况是，日元的变化比较大，震荡的范围也很大，需要对汇率进行避险和趋势判断。

记者：你在 2003 年至今的时间里，在中国大陆两家最大的保险公司中工作过，并且从事的也是投资方面的工作，这两段工作经历和你之前在海外所从事投资工

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作时，在大环境、政策、资金规模上有什么样的不同？

杨文斌：在日本工作的第5个年头，我当时意识到需要考虑自己下一步的发展了，那时候我认为，中国大陆保险业将会有发展，不过这也仅是认识到而已，并没有更多的实质性的举动。当时中国大陆的资本市场发展还很初级，保险公司可投资的范围也还比较小，感觉自己可能无法施展身手。

不过，和一位大陆大型保险公司负责人的交流，让我改变了这一看法。他说，现在大陆保险资金的确能投的领域很少，不能投的领域很多。但是需要看的是，保险资金的渠道会越来越多，既然有那么多目前不能投的领域，那么将来自然就有更多能投的领域。这样我的专业能力就能发挥。

当时我在日本投资界的朋友听说了我的决定后，一边说恭喜，一边只能说保重。但是，现在的情况的确证明，及早地来大陆发展是正确的。这其实也印证了投资时要把握长期的趋势，不要被短期的波动所迷惑。

在之前那家保险公司工作的那三年时间里，我是忙碌而充实的，将公司原本并不太清楚的投资目标加以明确，并且还将一些保险资金投资的理念和流程进行了梳理。随后保险资金投资的渠道更加开放，以及后来H股上市成功，再后来拿到了境外投资的资格，投资范围进一步扩大。这些也证明了保险资金开始有了更宽阔的舞台。也正是这段工作经历，让我对大陆企业的文化开始有了了解。之前，我所服务的机构都是美资或者日资的企业。

从一开始的银行业，到后来进入证券基金业，再到现在的保险业，如果让我选的话，我肯定会说保险业是最有意思的。保险资金的投资范围可以覆盖所有的品种，尽管目前各个国家和地区对保险资金的运用范围有不同的规定，但是逐渐会向成熟市场靠拢的。

保险公司既有类似银行可以比较方便地得到资金的便利，又有不同于基金在比较短的时间内需要获得回报排名的要求，于是保险资金就非常适合进行长期的股权与项目投资。

要开始部署境外投资了

记者：在保险公司的另类投资中，你比较看重哪一块？

杨文斌：在做上市权益类投资时，行情好的时候一定要赚，行情不好的时候，要想出办法，如何分散风险。股票市场每天上上下下的，能赚多少其实不重要。对保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险资金而言，长期趋势的判断才是重要的。如果有一天，可重复的收益率高过我的负债收益率的话，那么对于上市权益类资产的配置，我肯定是属于加分型的策略，也就是只能有正贡献。就高利率保单来看，我们只能通过积极的资产配置的方法来减少利差损失的不利影响。

保险公司在做固定收益类投资时，一定要把握住这一段升息过程中的机会。不要去猜什么时候还会加息。事实上，只要在每一周期中，能够按照平均成本法和长期配置思路做上去，那么在回报率上，基本就没有大问题了。在 2007 年，权益类投资方面以“不管”的策略为上策。但是 2008 年一定要“管”。我认为，2008 年的波动率会比较大。

2008 年各家保险公司的定息收益这一块资产，一定要大力发展。因为对利率来说，升息应该接近尾声了。另外，2008 年会有“无担保公司债”，各家保险公司在保监会的监督下迟早会进入这一领域的。

因为保险公司和信用风险投资是联系最紧密的。在世界上，特别是美国，信用的投资与避险都是保险公司的主要投资业务之一，保险公司可以作比较长期的配置，并可以把信用风险当作证券一样买卖，信用风险投资只存在做好和做坏的问题，所以现在要抓紧时间把各种信用评估方法体系建立起来。

保险公司的“另类投资”，现阶段包括了股权投资计划、债权投资计划等以基础设施为名义的投资。这几块资产是能让保险公司在将来资本市场不好的时候，释放利润产生当年度的会计收益。市场总是有上有下，但是你要平衡好，这是很重要的一块。

在债权投资计划方面，这一块的收益率会比企业债高，所以机会要把握。另外，保险资金购置物业资产目前在大陆只被允许自用，但是将来可能会有所开放，这会提升收益率并平滑会计收益。保险公司现在要练兵。

另外，境外投资在现在来看不一定划算，2008 年人民币肯定会继续升值。但是人民币不可能永远升上去，总有一天会到一个平稳的状态。大家之前说，达到这个比较平稳的状态可能需要 3～5 年时间，但是现在来看，因为升值的加速，这个时间可能会缩短，所以要开始部署境外投资了。

（采访人　陈天翔）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

编辑点评

杨文斌说，在做上市权益类投资时，行情好的时候一定要赚，行情不好的时候，要想出办法，如何分散风险。股票市场每天上上下下的，能赚多少其实不重要。对保险资金而言，长期趋势的判断才是重要的。

其实，不止在做上市权益类投资时，行情好的时候一定要赚，行情不好的时候，要想出办法分散风险，普通投资者在投资股票时也要牢记这句话；也不止对保险资金而言，长期趋势的判断是重要的，在选某个行业股票时，长期趋势的判断同样重要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

陈光明:掌握市场运行状态　把筹码变成真钱

陈光明股海档案

● 现任东方证券资产管理业务总部总经理。

● 曾任东方证券资产管理总部研究员、研究策划部经理、投资经理和业务董事;东方基金管理有限责任公司东方龙基金的基金经理。



陈光明:东方证券资产管理业务总部总经理

操作技巧

● 一般情况下,我们把市场分为5种类型,并在每种类型市场中选择相应的策略。这5种类型的市场分别是指数增强型市场、集体崩溃型市场、弱市个股活跃型市场、平衡市个股活跃型市场、牛市"全面开花"型市场。

● 相对来说,投资人的投资能力和个性以及行事的风格是较为吻合的,我们偏向于成长型的投资。

● 在选股方面,简而言之就是:不碰衰退的公司,选择有前景的产业方向做投资。



采访时间:2008年3月22日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

采访陈光明正值中国平安(601318.SH)和浦发银行(600000.SH)推出再融资计划之际，A股市场以及众多中小投资者遭遇了股权分置改革以来的牛市之中最为严峻的一次考验。此时此刻，市场的底线正在悄然发生松动。众多投资者由于大蓝筹股推出巨型再融资计划而纷纷采取"用脚投票"的策略。

十分有意思的是，与相当多的基金经理"功成身退"转投私募不一样，陈光明先是在证券公司负责自营业务，然后投身于基金行业并担任基金经理，此后，又重新回到证券公司担任资产管理业务的负责人。这一经历或许令他对机构投资者有着更为深刻的认识。

对后市发展"偏乐观"

记者：市场2007年出现的6124点高点会否成为998点以来牛市的最高点？如果是最高点，那你如何评估目前的A股市场？如果市场早已经进入熊市调整，那么从以往经验看，市场的合理水平大致在哪个水平之上？

陈光明：目前还很难说2007年10月出现的6124点是本轮大牛市的最高点。

不过，我个人更加倾向于通过观察市场人气来评估市场所处的具体阶段。简单而言，通过PE(市盈率)的变化就大致可以发现市场或者说是投资者的情绪。比如，40倍PE的股票究竟贵不贵？在市场极为亢奋的时候，显然是不贵的。但在弱市环境下，给予具体的股票怎样的PE才是合理的，那就不能通过简单分析匆忙得出结论了。

就目前市场阶段看，并不能得出市场已经全面转入熊市的结论。当然，在不确定的因素并没有完全显现之前，应该对市场抱以谨慎态度。从A股历史上看，当A股市场处于整体PE 20倍上下时，可能面临转折性机会。较为典型的一个例子是，市场在998点时的市场整体PE大致在15倍左右。如果市场跌至这样的水平，那么投资机会是显而易见的，这时候在操作策略上也需要强调"均衡配置"。

记者：为何在各类"大小非"以及蓝筹股再融资面前，大盘显得弱不禁风？

陈光明：在目前A股市场随着股权分置改革的顺利进行以及中国国民经济的快速发展的背景下，市场的估值水平与以往已经不能同日而语。尤其在市场之中的投资者结构已经发生了巨大的改变，大量的机构投资者已经逐步取得了A股市场的话语权，普通投资者也从基金投资中获得可观的财富。

但是，在经历了2006～2007年的大牛市之后，投资者应该适当降低回报预期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

近来市场的供求状况已经给市场造成了很大的压力，投资者信心发生一定动摇也在情理之中。“大非”、“小非”、“出笼”的潜在供给压力，将使得大类资产价格在过度偏离其价值后出现了合理回归。

尤其是在蓝筹股推出再融资方案面前，机构投资者采取有别于牛市环境下的防御性操作策略，是面对日益复杂的市场环境的正常举动。

记者：根据我们的采访，在沪市大盘 2007 年冲上 6 000 点之后，包括基金、私募和券商在内的 A 股市场主流机构投资者中已经有人相当悲观，有的甚至已经把上海市场 3 000 点～3 300 点甚至更低的 2 000 多点位作为本轮市场调整的最终目标位，对此，你和你所在的东方证券投研团队如何看待？2008 年 A 股市场果真没有任何机会了吗？未来市场果真那么悲观吗？

陈光明：在我了解，3 000 点～3 300 点的预期是目前机构投资者之中相对悲观的态度。我个人的观点是，对 2008 年 A 股市场运行特点的归纳是：不用太悲观，也不要太乐观。

记者：你的理由是哪些？

陈光明：对于后市具体点位的具体判断，各类机构以及市场预测人士的观点见仁见智，都是值得认真研究其出发点和论证逻辑。就我们与其他机构投资者沟通的结果看，目前中国经济的根基并没有看出发生很大的问题。中国国内的内需市场和财富效应，有相当大的潜力，这已是尽人皆知的一件事情。

此外特别值得关注的是，伴随着改革开放所取得的巨大成果，整体社会的劳动生产率的提升大有空间，与此同时，国内各行各业的产业升级也有相当大的潜力。另外一个重要的事实是，从世界范围来看，中国人民十分勤奋。而且，中国人民有强烈地改善自己生活水平的要求和个人追求，这对中国经济的未来发展都会产生异常深远的影响。

相对于其他机构而言，东方证券投研团队对后市发展以及操作机会持“偏乐观”的态度。

券商投资“个性化更强”

记者：我们注意到，你先在券商工作，其后去了一家基金公司负责管理一只基金，然后，你又重新回到券商负责资产管理业务。这么一圈转下来，想必你对券商和基金的投资运作模式有了更为深入的理解。在你看来，券商和基金在投资上最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大的区别是哪些方面?

陈光明:就我们目前的团队人员构成来看,有不少同事是从基金公司过来的,东方证券在人员使用上也有一定的灵活性。

如果就机构本身而言,券商和基金各有自己的优势,两类机构在市场中都是必不可少的。随着市场的不断发展,各类机构也纷纷进入市场,这对于提高A股市场的广度和深度都是相当有好处的。相对而言,券商和基金最大的区别在于业绩考核。一般情况下,对于券商自营部门以及资产管理部门而言,投资经理们一般都要为客户取得"绝对收益",即在一个时间跨度内(比如一年为一个周期)取得正收益。值得一提的是,由于市场总是在发生变化,市场的"牛熊交替"也是正常的一件事,因此,对投资研究部门就提出了相当高的要求。

对于基金来说,这类机构比的是"相对收益"。具体而言,基金经理要么是与其产品的业绩比较基准比较,要么是与业内同类基金的其他基金经理的业绩作横向比较。应该说,基金发展至今,基金经理们群体中涌现出大量的"明星基金经理",也为普通大众提供了比较优秀的理财服务。在市场处于单边上涨的大牛市行情之中,基金的优势毫无疑问是相当明显的。不过,正是由于基金比较的是"相对收益",因此会出现一些类似于"当别人问题比你还大时,自己反而对净值下跌心安理得"之类的问题。从风格来说,券商投资考虑得更加长远一些,买卖也可以更加灵活一些,个性化更加强一点。比如,长期在券商投资部门工作的人可能都有个共同的想法,那就是"只有把筹码变成钱,那才是真正的钱"。这可能与基金所奉行的"买入并持有的"观念有很大不同。一般情况下,由于资产规模庞大以及实行持仓限制等因素,基金一般很难做到完全逃顶。

记者:2007年行情中,包括券商集合理财、私募基金在内的机构投资者,在业绩上要明显逊色于基金,你是如何看待这个情况的?

陈光明:对于基金的投资运作模式来说,"踏空"风险总是要远远大于"套牢"风险。因此,采取指数增强型的策略往往更能在相对收益上保持一定的水平。如果说,基金往往很难做到完全逃顶和抄底的话,那么,出现上述情况也与基金的资金性质、规模、风险管理等一系列流程有关。在一个单边上涨的市场中,做"绝对收益"的机构可能会从考虑客户资金的安全出发去考虑问题,而做"相对收益"的共同基金,由于有大量的资金涌入市场,基金经理们不得不买入流动性好的大盘蓝筹股,以赶上飙升的指数脚步。相比之下,有股票比例限制的非基金类的机构投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者，其业绩增长幅度自然无法与指数相提并论。

记者：你认为基金里头最为欣赏的风格有哪些？

陈光明：由于工作关系，我个人倾向于关注那些风格与自己相对接近的基金经理。我认为，基金经理之中那些采取逆向思维的基金经理尤其值得关注，而且，这些基金经理的选股能力都相当出色，尤其是那些特立独行的基金经理。如果一只基金总能超过整体水平，并为投资者带来超额回报，那么，出现这个现象绝非偶然，这些基金经理背后总有过人之处，以及相类似的策略和纪律作为支持。

记者：从以往业绩看，东方证券的自营部门以及资产管理部门即使在 2001～2005 年超级大熊市的环境下也取得了“绝对收益”，个别年份甚至获得了两位数的年收益率。当时，基金之中也只有那些价值投资型基金经理取得了年度的微弱正回报。你们认为，在熊市环境下“创造”两位数的年收益率的主要条件是哪些？

陈光明：就投资风格本身而言，券商与基金奉行的“价值投资＋买入并持有”的策略是有相当大的不同。在多数时候，券商更加擅长根据不同的市场阶段的具体情况，采用“多策略”的投资风格。这样的投资策略可以在各类市场环境和条件下尽量控制风险，并取得绝对收益。事实上，对于券商这类机构投资者来说，取得“绝对收益”才是各类产品设计的主要目标、投资理念和投资方式。

记者：在目前市场整体处于调整阶段时，对于券商来说，产品的设计目标发生改变了吗？

陈光明：不会发生太大的变化。

其实，即使在 2001 年至 2005 年大熊市中，不少券商的自营部门和东方证券一样都取得了绝对收益，现在市场肯定比以前的条件要好得多，投资难度也肯定要比那时期要明显低不少。

蓝筹整体上涨要看资金供给

记者：具体上，你们采取怎样的方法？

陈光明：一般情况下，我们把市场分为 5 种类型，并在每种类型市场中选择相应的策略。这 5 种类型的市场分别是指数增强型市场、集体崩溃型市场、弱市个股活跃型市场、平衡市个股活跃型市场、牛市“全面开花”型市场。对于专业机构来说，除了上述的集体崩溃型市场中几乎完全没有机会之外，其他 4 种类型的市场都能提供一些创造“绝对收益”的机会，而且，对于能力较强的专业机构来说，在上述市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

条件下取得正收益的基础上，取得部分超额收益还是相当有可能的。另外，从实际运作中可以证明，事实上，很多策略是可以体现出做“绝对收益”的导向，机构投资者要做的只是在不同的市场阶段中提高运用各种策略的适应性。

记者：目前共同基金对于市场风格转化相当关心，你是如何分析这个问题的。

陈光明：在新兴市场中，市场的风格转化相当值得重视，因为这能让机构规避风险、把握一些取得超额收益的机会。比如，2007 年市场以“5·30”大跌作为行情分水岭，之前是“垃圾股”上涨，之后则是大蓝筹股上涨。而从 2007 年 10 月大盘回落后，大蓝筹股受到“大非”、“小非”的减持压力相当大，尤其是投资者对于金融类公司再融资的反应是相当消极，这对市场本身的负面效应也在市场向弱的背景下有所扩大。相对来说，此前农业、医药、化工等板块成为市场的热点。不过，近期间市场热点似乎已经向金融、地产等大类资产方向转移。从估值角度看，金融、地产股在前期大幅度杀跌之后，未来不排除有一定机会。不过，需要强调的是，大盘蓝筹股整体上涨的关键是看市场的资金供给，后续资金是否跟得上是左右行情的主要动力所在。

记者：你如何看待各类机构投资者之间的竞争？

陈光明：对于机构之间的竞争，我通常有个比方，现在几乎每个行业都是“过度竞争”的，在证券市场中的投资机构也不例外。由于有业绩考核机制以及机构之间的相互白热化的竞争，在选股方面，谁发现得早，谁就能领先同行一步。同时，由于机构投资者整体上说基本也都处于相当的水平，得到的信息也较为一致。较为明显的一个例子是，虽然现在市场的广度、深度比以往要进步很多，但是机构股票池有一定的雷同性，都只是在那几百个股票中寻找值得重仓的品种。因此，在绝大多数时间里，某家机构在行业内部成为“独一无二”的概率在降低，追随潮流也往往成为行业内部较为通行的做法。

在目前市场之中，我们更加强调均衡配置，在行业轮换、个股精选方面下大工夫。

“以静制动”是现在最好的策略

记者：对于个人投资者在 2008 年的操作有何建议？

陈光明：根据以往的经验，做“绝对收益”的券商即使在熊市里做到两位数的年收益率，还是有可能的。对于操作较为灵活的个人投资者来说，还是有可能“战胜

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场”的。我个人判断，2008 年市场的主要策略可能是，上涨太好的时候不能追、下跌比较严重的时候不要怕。尤其是在市场寻找方向的时候，这个特点可能相当明显。就我个人来看，如果一只股票没有 30%的上涨空间，就不要去买，“以静制动”可能是目前市场中较好的方法，频繁操作或者换手，交易成本相当可怕。相对来说，投资人的投资能力和个性以及行事的风格是较为吻合的，我们偏向于成长型的投资，当然，我们长期就在不同阶段的市场之中采取不同的操作风格，因此可能在运用“多策略”的投资方式上能够做得相对好一些。

记者：你既有券商自营的经验，也有担任基金经理的经历，在你看来，海外基金行业的经验哪些是相当引起你个人重视的？

陈光明：基金经理往往比较推崇彼得·林奇，这主要是因为他的经验往往来自于基金行业的一线，因此显得弥足珍贵。另外，世界首富巴菲特的投资方法也是相当值得重视。不过需要提醒的是，由于机构和机构之间有很大的不同，因此他们采取的风格和策略也有很大的区别。相比之下，选择与机构性质相对接近的海外基金管理业成功人士的经验，可能更加现实。

（采访人　谢潞锦）

编辑点评

陈光明在 2008 年 3 月下旬说，相对于其他机构而言，东方证券投研团队对后市发展以及操作机会持“偏乐观”的态度。

现在看来，这种乐观是用错了时候。不过，谁又能准确预测到历史罕见的大熊市呢？陈光明的 5 种市场分类法很值得投资人学习，就像投资大师彼得·林奇的公司分类一样。在每种不同的类型中，有不同的机会，可选择不同的策略。

陈光明的 5 种市场分类分别是指数增强型市场、集体崩溃型市场、弱市个股活跃型市场、平衡市个股活跃型市场、牛市“全面开花”型市场。对于专业机构来说，除了上述的集体崩溃型市场中几乎完全没有机会之外，其他 4 种类型的市场都能提供一些创造“绝对收益”的机会。遗憾的是，2008 年正是集体崩溃型市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

朱南松：牛市“中场休息”关注结构性、阶段性和局部性机会

朱南松股海档案

● 1966年11月生于江苏。现任上海证大投资管理有限公司总裁、西安国际信托有限公司董事、上海证大房产(0755.HK)董事、江苏苏豪国际集团董事、中国经济体制改革研究理事会理事等职。

● 1989年获得中国人民大学经济学学士学位，1992年获得中国人民银行总行研究生部经济学硕士学位，2008年获得复旦大学哲学博士学位。

● 1992年从事证券投资，曾负责筹建长城证券上海证券业务部。1993年参与创建上海证大投资管理有限公司并任总裁至今。

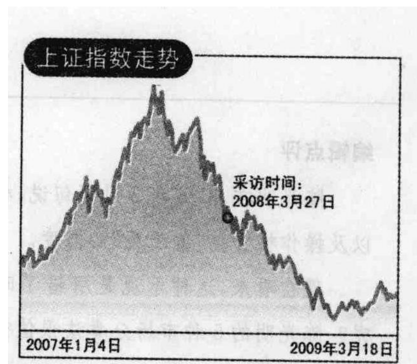


朱南松：上海证大投资管理有限公司总裁

操作技巧

● 实体经济有如大人，股市就像他带领着的一条狗，狗不断在人的前后左右运动，总体是随大人向前走，但短期内两者会有所背离，股市也会表现出一定的无序性和随机性。

● 每年的股市都会有几次波澜，即使大行情次数较少，但中级行情和波段小行情都会周而复始地出现，我们的目标就是要准确抓住这些机会，把方向做对。



采访时间：2008年3月27日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2008年对于私募基金而言注定是极不平凡的一年。3月尚未结束，沪市就已跌到了这轮大牛市高点的六成以下，覆巢之下，大批的私募基金净值出现严重缩水，许多风光一时的私募"股神"也逐渐褪去他们头上的耀眼光环。享有中国"私募教父"美誉的赵丹阳在2008年初宣告清盘离场，对于仍选择留在场内浴血奋战的私募操盘者而言，恐怕更不是什么好消息。

市场空前恶劣，恐慌情绪不断加剧，私募基金将何去何从？身为阳光私募的代表人士，上海证大投资管理有限公司总裁朱南松对此已有自己的答案。从1992年投身资本市场以来，朱南松经历了太多的暴涨暴跌、跌宕起伏，早已看惯秋月春风，在日前接受记者专访的过程中，他表现出的更多是从容与淡定，以及植基于自己的投资哲学和分析体系之上的成竹在胸。他依旧对未来的A股市场保持着充分的信心，这种信心在目前濒于崩溃的市场中显得越发稀缺。

目前只是牛市中场的休息阶段

记者：2008年的市场走势着实令人猝不及防，不但没有像年初大多数分析人士预期的那样继续高歌猛进，相反出现一轮罕见的凌厉下跌。目前正值敏感的临界时刻，市场各方对于牛熊的争论也越发激烈。你认为未来的市场是牛市依旧，还是已经牛去熊来，抑或尚处于混沌期难以下定论？

朱南松：2008年指数的走势确实跟年初不少人的预期相反。联想到2007年初大家普遍预期谨慎，但牛市的涨幅最终却超越最乐观的预期，这归根到底还是说明市场往往会出乎大多数人的预料，逆向思维常常会出人意料地有效。当然我们也不能在任何时候都强化逆向思维，把它绝对化，什么时候顺势而为，什么时候逆向思维，这其中的取舍才是真正的艺术。

近期股市连续大跌，更多的人正在担心已经牛去熊来。但我却认为牛市下半场还没有开始，目前只是牛市中场的休息阶段，当然这个中场休息看上去相当难熬，许多人或许已经等不及下半场开幕。从市场历史表现来看，过去两年中已经涨了一波比较完整的行情，因此从时间和空间度量而言上半场已经结束，但我们还有下半场可以期待。

记者：你的观点比较独树一帜，记得你在2007年很早的时候就认为这轮牛市将持续很长很远，当时的判断依据现在有没有什么变化？

朱南松：我以前曾经提出这是一轮空前绝后、可能百年、两百年难遇的牛市行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

情，这种观点至今没有改变。我的核心观点是，即使是现在这样的艰难时刻，也同样不能用常规眼光和判断标准去度量和揣测未来的市场。

支持未来牛市持续的主要背景，我认为首先还是经济发展的大趋势使然。一方面广大居民对投资需求的意识空前觉醒，他们也越来越有能力去投资，而投资性收入、财产性收入正越来越成为他们年收入的主要渠道，国家政策对此也明确予以鼓励。诸如人口结构变化带来的正面刺激，以及人口红利增长、国民经济和民众的负担减轻、国家财政收入不断上升等都将是经济持续高速发展背景下确定性的利好因素。

另一方面，我国的经济结构正在发生深刻变化，经济和产业的国际竞争力正在不断提升，特别是我们又正处在一轮本币升值周期之中，全球金融资本的运行规律表明，本币升值和资产膨胀通常是朝同一个方向发展。我们曾就此现象展开研究和探讨，从 20 世纪 80 年代日本、韩国和我国台湾地区的金融资本发展历程中找到依据。

此外，我所强调的一个市场新特征就是，在完成股权分置改革后，A 股市场正式进入大股东时代。大股东对于上市公司的影响力，从此前的虚无缥缈转变为真实存在。这对于价值投资而言意义将非同寻常。

我将沪市 998 点以来市场的价值投资历程划分为三个阶段。其一是价值回归阶段，即从 2005 年时候的市场整体价值低估，到 2006 年股市基本上不存在低估现象；其二是价值发现阶段，即 2007 年开始，市场慢慢将上市公司未来业绩增长的预期以及 2008 年、2009 年的业绩增长预期都被算入当期股价，估值伴随着股价不断水涨船高，一些隐性资产也随之得到显性化的估值。价值发现阶段的登峰造极形成巨大泡沫，市场这一轮下跌可视为自我修正。

其三，我认为未来市场将进入价值创造阶段，亦即通过购并、买卖股权和资产来促成企业发展和业绩提升，这与大股东时代是非常吻合的，大股东完全有能力也可以有意愿通过价值创造来增加企业的业绩和利润。

我相信未来大股东有更强的资产运作可能和空间，同时他们所处的位置也迫使他们用市值增减变化来思考问题，并考虑到更多方面因素的互动和均衡。

我认为，价值创造将是未来主题性的投资机会和市场发展的主流方向，国外成熟市场比比皆是的大吃小、小吃大现象也将在我国股市越来越多地出现，大股东时代资产注入和整体上市也将全面展开，非上市公司收购上市公司以及交叉性持股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的案例将会层出不穷。

研判市场一定要着眼于未来

记者:我们注意到在对2008年行情持不乐观态度的投资者中,有一种观点认为宏观调控和货币紧缩政策将使经济不可避免地出现拐点,从而影响股市出现较长时间调整。对于宏观经济的未来走势以及它与股市之间的互动关系,你是怎样理解的?

朱南松:宏观经济与股市有丝丝缕缕的联系,但却不一定紧密相关,而经济周期的所谓高点其实也并不与股市一一对应。同时我们可以发现,资产走向和经济走向也并不是高度相关的,它们常常在短时间内发生背离。我认为政策面的从紧并非是导致股市调整的直接原因,而只是前提条件之一。股市之所以表现疲弱,是因为它本身就有自我调整要求,从经济和政策推断股市表现,这种因果关系是不对的,有时候甚至是因果倒置。

我认为研判市场一定要着眼于未来。比如此轮房地产板块跌幅较大,但这轮牛市至今房地产个股上涨时间非常持久、幅度也非常大,调整到现在这样的位置完全正常。因此投资者不要一调整就是拐点来了,见风就是雨,特别是在市场或个股跌了以后再去到处找理由,满眼所见皆是过去的东西。

在经济走势的判断方面,我认为经济增长的高速度已不能长久维持,更不会持续上升。事实上经济和产业中的空白点已经越来越少,而一些行业诸如房地产业等的基数却越来越大,这都将对经济增长的高速度构成挑战。而从更广阔的视野来看,全球目前也没有开始新一轮产业革命的迹象。

我的判断是GDP增长可能会下一台阶,2008年达到8%左右。这可以从他国找到类似实例,如日本和韩国在其经济繁荣的后期,经济也同样开始减速。而资本市场即虚拟经济或者说泡沫经济和实体经济的走向,在一定时期内往往是相脱离的。实体经济有如大人,股市就像他带领着的一条狗,狗不断在人的前后左右运动,总体是随大人向前走,但短期内两者会有所背离,股市也会表现出一定的无序性和随机性。

我国市场经济本身目前也还并不成熟,因此会有许多其他非经济本原的因素在作用于股市,构成更加复杂的关系。当然长期来看股市确实是实体经济的晴雨表,实体经济的变动终将在股市中有所反映,犹如一颗石子丢入河中,必将泛起一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

阵阵涟漪。但这其中程度究竟如何、放大到怎样的级别却不尽相同。

2008年整体性机会少于2007年

记者：你认为从2008年开始，市场是否会与以往历时两年多来的牛市表现有所不同？投资者的主要获利机会将体现在哪些方面？是基于怎样的逻辑判断？你对市场未来的结构性演变持何预期？是继续“八二”还是切换为“二八”，或者形成一种新的结构性轮动？

朱南松：这是毫无疑问的，市场不可能两次踏入同一条河流。2008年操作思维理应与以前有所不同，主要是风险因素加大，投资者不能满仓操作。但是我依然相信市场会不乏局部性、阶段性和结构性机会，当然未来对品种选择难度大大增加，投资者要经常树立逢高减仓的意识，也不要再期望像以往那样的高溢价机会。总而言之，市场整体性机会将比过去少许多。

我认为，市场下跌幅度较大后也会有所修正，特别是在奥运会之前理应有一轮较大的反弹。市场凌厉的调整会使相当一部分人相信牛市已经结束，但这时逆向思维又将慢慢展现威力。对我而言底部是一个区域，市场如果有一个能量释放比较充分的下跌和反弹过程，那么对机构投资者而言这时候已经离阶段性底部不远，我认为市场近期将探明底部区域。

上市公司一季报的业绩预期总体应当不错，比如税收调整的正面效应将逐步显现，同时国民经济运行正常，支持企业平稳发展，近期来看市场主要的机会还是出现在涨价以及其他一些概念性题材的炒作，对于这种炒作，逢高减仓和防范风险是尤为重要的。

至于市场广泛关注的“二八效应”，我的观点是，如果越来越多的人都关注所谓的“二八效应”，那么它的效用可能在某一时期被强化，比如前期大盘蓝筹股大涨的同时中低价股大跌的现象，但相信这种效应长期看终究会不断弱化。未来一定时间内“二八效应”还会延续下去，因为市场资金面增量明显不足，需要结构性波动来弥补。长期而言我认为“二八效应”并不会起到决定性作用，就拿2007年来说，如果将一只股票从头持到尾，无论它是二类股或者八类股，整体而言股价涨幅是不会差许多的。

我对未来的预期是市场将会出现新的结构和新的题材，因此二类股和八类股都会有机会，所以不要把它们人为地绝对化。可能随着市场发展，重心又转移到八

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

类股里面的"二"和二类股里面的"八"中去了。股价的涨跌需要时间和空间的契合，因此不能从一个角度去简单地推断，以避免犯主观性的错误。

我目前的预期是 4 月份可能会出现剪刀差，亦即股价下跌，但上市公司业绩却依然保持增长趋势，而 3 月底 4 月初蓝筹股等二类股有望见底。但八类股由于类型繁多，故不能一概而论，许多个股在前期大涨后，利多已经兑现，后市面临一定的不确定性。正由于大家前期比较着重关注题材股，所以也应当适当运用逆向思维，未来多关注一下蓝筹股的表现。

2008 年我认为市场更多地体现为下跌出来的机会，将是以结构性、阶段性和局部性的机会为主，牛市前期的普涨机会不可能持续。投资者要认识到每一轮行情都是一个系统，因此不能简单去套用以前上涨下跌的理由，而是需要去具体界定和细化，每一次下跌要与此前的上升相对应，而不能犯刻舟求剑的毛病。

我感觉 2008 年度具体机会可能还是出在"股中股"之中，即那些拥有将要上市或已经上市公司股权的企业，这类企业股价的 PB(市净率)会随着股权收益的释放而不断降低，因此表现为一种相对确定性的机会。在近一阶段热点板块中，农业股的利好预期已经得到相当程度的体现，而期货和创投等都有较充分的表现，它们中的行情还是以概念性炒作居多，因此价格已经偏高。而前期调整相对比较充分的蓝筹股，总体而言风险倒不是很大了。

市场运行在不同的阶段，投资者运用的视角和逻辑也应当有所不同，牛市前期 PE(市盈率)不断上升，但运行到后期 PE 反而会下降，股价更多地依靠业绩增长来推动，因此今后对上市公司业绩的考量要着眼于观察在 PE 整体下降的同时，利润是否能依旧保持上升。此外许多公司利润虽然上升明显，但周期性更加突出，需要投资者去仔细辨识。

我认为，未来不要指望市场整体 PE 还会有大幅上升从而拉升股价，市场将更多地靠业绩来推动股价，因此蓝筹股在牛市后期形成大行情将比较困难。未来局部机会可能更多地在于企业并购等方面，而 2007 年底的市场平均 PE 水平将难以被超越。

熊市和平衡市中生存策略很重要

记者:证大过往 13 年管理资金的年均复合收益率超过 40%，远优于上证指数的表现。你能否详细谈谈证大在管理规模如此迅速增长的资金时你的主要投资理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

念、获利手段和风险防范方法？

朱南松：我们秉承的是风格化投资理念，强调对于投资的独特理解，而在具体操作方面，重点是把握主流行情中的主流板块。

每年的股市都会有几次波澜，即使大行情次数较少，但中级行情和波段小行情都会周而复始地出现，我们的目标就是要准确抓住这些机会，把方向做对。

特别是在熊市和平衡市中，对生存策略要求更高。投资者要善于捕捉每一个有价值的波段，然后在行情结束前力求全身而退。

记者：证大 2007 年以来有哪些代表性的成功项目案例？收益如何，2008 年有怎样的盈利目标？

朱南松：2007 年，我们在吉林敖东和辽宁成大两只"股中股"的股票上各赚了 150%，在中信证券这只券商龙头身上也斩获约 150%。此外是杉杉股份，我们 8 元多时介入，一直拿到 20 元了结。另外的案例还包括宏图高科，也有 100%左右的收益。

记者：2007 年阳光化的私募基金管理的总资产约 150 亿元，约为 20 家。作为阳光私募的一个典型代表，证大认为私募基金在生存环境方面还面临哪些问题？

朱南松：我感觉到现在市场对私募基金有人为地神奇化的倾向，因此首先要回复其正规、正常的面目。私募基金面临的主要外部问题，首先还是法律缺失，使其定位不明确，发展基础也还不够完善。一些私募基金被迫去进行组织架构的调整，包括形式调整，如采用信托方式，这样无疑消耗太大，费用太高。总之由于私募基金地位没有得到应有的确立，导致整体运作成本太高。

其次是对私募基金营销方面的限制太多，不利于公平竞争，比如我们没有公开的营销广告渠道，如银行代销等。

（采访人　蔡臻欣）

编辑点评

"牛也要低下头喝水吃草"，朱南松在 2008 年 3 月底认为当时只是牛市中场的休息阶段，是对中国股市相当乐观的一位私募人士。该顺势而为的时候，朱南松进行了"逆向思维"。他提出的业绩继续推动股价的下半场阶段并未出现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

朱南松将沪市998点以来市场的价值投资历程划分为三个阶段。其一是价值回归阶段；其二是价值发现阶段；其三是价值创造阶段，亦即通过购并、买卖股权和资产来促成企业发展和业绩提升，这与股改后的大股东时代是非常吻合的，大股东完全有能力也可以有意愿通过价值创造来增加企业的业绩和利润。

他所畅想的第三阶段，被全球金融危机和骤冷的经济所打断。现在需要思考的是，未来这一阶段还会来吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

陈家琳:在长跑中通过投资组合战胜市场

陈家琳股海档案

● 现任上海世诚投资管理有限公司经理兼投资研究部负责人。

● 1992年毕业于华东师范大学国际金融专业,并于2001年获得香港大学MBA,2002年获得美国CFA资格。

● 在金融行业拥有16年本土经验及国际视野。曾先后供职于海富通基金公司、里昂证券公司、嘉里证券、三和银行等金融机构。在海富通基金公司的四年半时间里,是公司投资决策委员会成员。曾担任主动管理型QFⅡ“扬子基金”的基金经理。



陈家琳:上海世诚投资管理有限公司执行董事 QFⅡ“扬子基金”前基金经理

操作技巧

● 要坚持固定的策略。如果一个基金经理在投资策略上一直处于摇摆不定的状态,今天想短炒,明天想价值投资,那在实际操作过程中往往处于被动的境地。

● 对于基金经理来说,离市场远一点不是一件坏事。比如,面对300多个股票的股票池,如果你有30条公司信息,那可能就是30条;如果有300多条信息,那和没有信息其实一样。在信息泛滥的情况下,过滤掉一些信息是十分必要的。

● 我在作“卖出”决策时主要有三条:第一,公司股价的本身表现是否过度;第二,自己判断是否发生错误;第三,技术原因不得不卖出自己十分看好的股票。

● 我经常转述一句投资名言:股票是条鱼,你最好能吃到当中一段。鱼的中段部位肉比较肥,鱼刺也少,让人放心。放在投资上说,这个部位安全系数较高。我们有可能放弃最后20%的上涨幅度,因为这最后一段是有风险的。其实,巴菲特在中国石油H股上的操作也是吃鱼“中段”的概念。



采访时间:2008年4月4日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

陈家琳被业界视为“第四代”私募基金经理人。这代人指的是2007年下半年以来，从公募基金投资总监级人物转投私募基金行业的“一代”。在这批公募基金“大腕”中，陈家琳可谓独树一帜：他负责操作的QFⅡ“扬子基金”从4亿美元到最后差不多140亿元人民币的规模，成为国内规模最大的QFⅡ基金，2004年12月17日至2007年9月30日的33个月时间里的总回报率达到550%，在欧洲投资界引起了轰动；同时，他管理的基金保持了较低的换手率，2005～2007年间的年换手率都不到100%。在国内基金行业中，这显然是个很大的成就。

在同事看来，具有CFA资格的陈家琳的基金操作可谓中规中矩，即使是在做业绩推介时，大家也想不出哪只股票带有陈家琳的“痕迹”。然而，众多业内人士却对他所强调的在长跑中通过投资组合去战胜市场的理念印象深刻。“他有很高的悟性，但同时具有很强的定力。”这句话可能是对陈家琳风格的最好归纳。那么，他如何进行资产配置，如何控制所管理基金的换手率，对目前的市场行情又作如何判断呢？在上海陆家嘴地区一间充满阳光的办公室，记者采访了这位在业内赫赫有名的QFⅡ基金经理。

私募和客户之间是双向选择关系

记者：作为一名业绩突出的QFⅡ基金经理，你如何看待当前私募基金市场的构成以及竞争？在你心目中，私募基金公司平台的最大特色是什么？

陈家琳：在我看来，目前的阳光私募基金大致可以分为三大类。一类是从公募基金公司出来的、由“明星基金经理”担任主角的私募基金信托计划。由于这些专业人员在以往公募基金公司平台上的投资、研究工作都相当得心应手，而且大家都知道“游戏规则”，因此最能吸引普通投资者的眼球，也成为当下私募基金行业最新的发展趋势；一类是由原先证券公司的专业人员所组成的私募机构，包括券商自营部门在内的专业人员来担当私募基金的主要负责人和负责操盘的人员；另外一类就是来自于民间的“草根”私募机构。这些机构的经营和负责人并没有在专业的证券投资研究机构服务过，更多的是发挥了个人的力量，在这几年牛市中也相当被投资者关注。从现在的实际业绩看，总体上由基金经理出来做私募的，业绩总体要好一些，尤其是这轮下跌，这些由公转私的基金经理普遍要跑赢大盘。由于这批专业人员经历了市场充分的检验，是靠实战打拼出来的，因此业绩应该有相当的保证。另外，由于管理资金较小、产品也有封闭期限，这使得基金管理人在个股的取舍上更具

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有灵活性，在可以通过主动管理有效超越市场的平均指数时，又避免了流动性风险。

在我看来，我目前操作的这个平台最大特色在于“预期管理”，即合理地引导购买我们私募基金的投资者的投资回报预期。

记者：以你切身体会来看，私募和公募的区别有哪些？你上面所提到的“预期管理”怎样在你的产品中实现？

陈家琳：我的从业经历告诉我，做任何事情都要看以什么作为导向。这是考虑事物相当重要的出发点。而且，我一向认为做一件事情需要有一定的可持续性。换句话说，可持续性的盈利模式相当重要。

比较公募和私募两种类型的机构投资者，在我看来，两者最大的区别在于私募基金对客户和客户的钱是有选择的，私募基金往往是找那些适合私募基金产品的客户。比如，私募基金在寻找客户时往往设置一定的认购“门槛”，比如，100万元～500万元的资金才能达到私募基金的基本客户要求，相对而言，公募基金就做不到这点。对于公募基金来说，当客户的钱如潮水般涌来时，基金公司是无法拒绝的。而且，基金公司对于客户的风险承受能力以及个人的财务情况也很难把握。另外，银行在推销公募基金产品时，很难做到对不同客户的精细化管理和服务，在大量普通投资者或新入市的投资者面前，销售部门的工作不可能做到很细。这里指的是，了解客户的需求、客户是否和所销售的基金产品的风险度相互匹配，等等。在相当长的时期里，有的部门主要关心如何把基金产品给销售出去。

事实上，如果接触私募基金久了你就能发现，私募基金和客户之间的关系是一种“双向选择”的关系。比如，我们在产品设计之初，就充分考虑了产品风险特征以及客户的风险承受能力，因此在做产品推介时，就能根据产品的特性，一丝不苟地介绍给客户。如果我们觉得客户的风险承担能力和我们的产品并不十分匹配，或者他（她）的投资预期太高，那我们就不见得一定要把这位投资者说服，来认购我们的产品。换到客户角度来说，如果把钱在私募基金这里放上一年后觉得不合适自己，那么，投资者可能就会自动退出。我们更倾向于可持续性的客户和盈利模式，我们设计的产品也主要是立足于公司的可持续性发展，我们追求的也是可以“复制”的模式。

维持较低换手率是一种策略

记者：在一般人看来，私募基金之所以在理财市场上具有难以替代的位置，主

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要是因为可以结合市场热点的变化灵活操作，这样就势必会使得投资组合的换手率处于较高水平，但你却“反其道而行之”，强调低换手率，原因是什么？如果当前市场并不适合以往那种“买入—持有”的策略时怎么办呢？

陈家琳：维持长时间的较低换手率只是一种策略。私募比公募灵活，但一定要用好这个灵活性，而不能让灵活性过度发挥。灵活性永远要和纪律相伴。其实，如果按照“目标换手率控制在A股市场水平的50%以内”的标准，在当下市场年换手率很高的背景下，即使降低一半换手率，也比以往我的操作高出很多了。

随着A股市场的不断发展，这个市场的容量已经大得超出想象，已经大得可以兼容各种投资风格和投资策略。在这个市场中，无论是短炒型的基金经理，还是做长期投资型的“选手”，在合法、合规的前提下，都能够在其中做得很好，获得应有的位置；市场既可以接受那些换手率很低的基金经理，也可以包容那些持股时间以小时来计算的基金经理。关键是这个策略和风格是否符合自身条件，另外，自己能否坚持固定的策略。如果一个基金经理在投资策略上一直处于摇摆不定的状态，今天想短炒，明天想价值投资，那在实际操作过程中往往处于被动的境地。毕竟，能够游走于各类市场热点之间并游刃有余是有相当大的难度的，即使在目前数百位公募基金经理之中，能够完全做到的人也屈指可数。在多数情况下，在模仿他人策略和风格时，也会“画虎不成反类犬”，并不能获得好的结果。

在实际操作中我慢慢接受了控制换手率其实就是一种“预算”的概念。如果有这样的概念，资金管理人的脑子里就会有一根“弦”。比如，在下单前会下意识地考虑一下自己组合的换手率和交易量。这就要求资金管理人要“打有准备之仗”，要求基金经理在做股票投资时先了解这家公司的方方面面，然后才进行决策；要求资金管理人在作投资决策时，先想到自己是个长期投资者，我们要去做公司的股东，而不是纯粹在市场上“短炒”一把后走路。况且，价值投资并不是死捂着股票一动不动。在我以往的经历中，往往有“我们今天不做交易”的事情出现，早上下完单就给自己“放假”——去做调研、分析、听证券公司推介等等。从一定意义上说，由于现在的基金经理有着各种各样的压力，因此，过分关心短期波动已经使基金经理这份工作成为根据股价波动下单的交易员工作了，这与基金经理通过一个组合去战胜市场的本质相去甚远。要知道，投资理应是一件很快乐的事情。对于基金经理来说，离市场远一点不是一件坏事。比如，面对300多个股票的股票池，如果你有30条公司信息，那可能就是30条；如果有300多条信息，那和没有信息其实一样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在信息泛滥的情况下,过滤掉一些信息是十分必要的。

记者:在你此前管理的QFⅡ“扬子基金”中,有不少客户是欧洲著名的养老金机构和保险机构,这些客户对资金管理人的换手率是否有一定要求?你当时压力大吗?你对这些客户印象怎样?

陈家琳:应该说,这部分特定的客户对基金经理的操作并没有太硬性的规定,但说实话,在2004年A股处于熊市的环境下,股市没有像现在这样吸引眼球,基金经理没有压力是不可能的。更何况,QFⅡ“扬子基金”是一只注册在卢森堡的离岸纯A股基金,各方面有一定的期望值。与海外机构投资者接触下来,我们发现双方对基本理念有很大认同,也比较认可我们的操作。而且,这些客户在和你讨论好细节之后,就不太干涉基金经理的操作。这些客户不会因为股价的短期波动而频繁联系基金经理,他们看得比较长远,不太注意短期内跑得快还是跑得慢。这样在操作时我个人倒觉得是没有太大的压力。

在这次合作中,我也越来越发现“预期管理”的重要性,即在一开始就应对投资者的回报预期进行合理引导。其实,对于一家资产规模庞大的养老金这类机构投资者来说,A股市场的配置仅仅占到很小一个比例。比如,某家养老金机构已经把95%的资产配置在全球成熟市场,那剩余下来的5%的资产可以配置在风险相对大、不太容易把握的领域,以便获得一定的惊喜,比如当时的A股市场。

“卖出”决策时的三条依据

记者:你的换手率是如此之低,那你“卖出”股票时的理由有哪些呢?

陈家琳:我们对股票作买卖决策时一般都是根据公司的基本面。我们跟踪公司基本面是非常紧的,经常能够发现公司经营中的一些变化。具体来说,我在作“卖出”决策时主要有三条。第一,公司股价的本身表现是否过度。在A股这样的新兴市场,公司股价总是会反应过度的,这也给价值投资者提供了离场的机会。比如,某只股票在股改复牌后大幅上涨,股价大大脱离了公司基本面,在这样情况下,我们只能选择“卖出”。第二,自己判断是否发生错误。比如,当自己对公司基本面把握有所失误时,那就要尽快离开它,选择放弃是明智的。第三,技术原因不得不卖出自己十分看好的股票。比如,我们在2005年相当看好贵州茅台(600519.SH),那时候有好几天我们买这只股票的量占到当天市场三分之一的成交量。后来,这只股票表现实在太好,以致我们不得不根据“QFⅡ基金单只市值不能超过基金总市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值5%”的规定不断“被动减持”。结果,贵州茅台的股价“跑”得一直比我整个QFⅡ组合要快。十分遗憾,我们也不得不一直“卖出”这只股票。不过,现在私募基金相关的持股比例规定就要比公募和QFⅡ宽松得多。

记者:在“卖出”时,你有何心得?

陈家琳:我经常转述一句投资名言:股票是条鱼,你最好能吃到当中一段。鱼的中段部位肉比较肥,鱼刺也少,让人放心。放在投资上说,这个部位安全系数较高。就我个人来说,我不太奢望把股票的整个行情吃下来。事实上,把所有行情吃下来是不可能也是不安全的。我们有可能放弃最后20%的上涨幅度,因为这最后一段是有风险的。而且,我们所作任何决策往往用风险去衡量。把股票前面的上涨安全地“吃”下来,最后的上涨,不“吃”也罢。其实,巴菲特在中国石油H股上的操作也是吃鱼“中段”的概念。当大家感叹,巴菲特在等候了那么长时间才看到中国石油翻了几倍,如果他在市场多呆上几个月,那他的收获将远远大于他目前的收获。我相信,巴菲特心里应该会有点后悔,不过好在他也能接受。其实,巴菲特就是有这份定力去赚自己可以把握的钱。我甚至猜测,类似他这样的世界级投资大师不吃行情最后一段,只是给交易对手一点机会而已。当然,巴菲特的理论也要“活学活用”。

目前市场可谓“熊市下半场”

记者:你如何看待此前私募基金人士因看淡市场而对产品进行“清盘”?

陈家琳:我的目标是在足够的期限里战胜市场,而不是追求短期内的绝对回报。我们没有必要那么极端,这会很影响自己的情绪。而且,空仓意味着长时间盯着市场,这对技术的要求非常之高,不是我们在行的地方。我们现在做的就是多多根据自己的优势做自己擅长的事情。我宁愿相信,投资是一次长跑,而不是一次赌博。这需要有份定力。当然,就我们风格来说,我们喜欢做“下跌市”或者是“盘整市”,这样能更从容地观察股票和寻找到自己喜欢的品种。

记者:目前市场已经到底了吗?你看淡、看好哪些行业?

陈家琳:市场的不确定性还存在,需要2~3个月后才能看清,底部也需要两三个月才能明朗。从本轮下跌的源头上说,现在大家担心的主要因素是通货膨胀,而由此产生的货币从紧政策对股市的影响是相当大的。市场目前还看不出有企稳的迹象。等形势更加明朗了,才可能有较为乐观的预期。此外,“大、小非”因素也使

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得投资者更加谨慎。相对来说，我不看好有被价格控制的行业，如电力、能源、医药等。对那些有可能受到通货膨胀影响的行业如制造业等也比较看淡。相对来说，我比较在意那些基本面有成长性的行业和公司，如节能减排、环保、消费类行业中的公司。对于金融地产行业，由于其未来成长弹性有限，我会有所规避。在目前环境下，要从市场中找到相对比较安全，甚至有绝对回报的行业，确实是一个挑战。另外，我个人猜想，2008 年不频繁加息会相对好一些，如果继续频繁加息，会加深投资者对未来通货膨胀的预期。

记者：现在市场已经进入熊市了吗？

陈家琳：对于机构投资者来说，要在泡沫严重的牛市和调整市之中做选择，我想多数人还是希望选择后者。现在大家讨论的是现在是不是牛市的下半场，但比较历次熊市的大盘跌幅看，现在的市场也未尝不是"熊市的下半场"。投资者信心和预期将在市场演变中发挥重要作用。从短期看，我还是维持谨慎态度。未来一段时间里有两个因素直接关系到市场的变化。一是美国经济走向。海外市场的信心丧失可能会传导至 A 股市场，而且，当 H 股反复下跌时，也会拉动 A 股整体价格向下。二是通货膨胀因素。在目前情况下，企业要么增加贷款，这会增加企业的财务成本；要么通过扩股再融资，这显然会摊薄公司业绩，也对投资者信心产生巨大影响，前期市场的动荡已经说明了这点。

记者：你如何配置资产？

陈家琳：我们不太会做"选时"的策略，即对大盘的上涨或者下跌抱以太多的关注。一方面，"选时"容易出错。另一方面，对于庞大的投资组合来说，一旦做错，损失就可能很大。我们在配置资产时一般遵循 A、B、C 的思路，即先从行业、板块入手选择出值得看好的资产；再从这些行业、板块中寻找到符合我们要求的公司；最后，我们才进行大类资产配置，以保持投资组合的仓位比例。相对而言，这是我们所擅长的配置方法。当然，2008 年市场不太差，会产生一些事件性交易机会。

目前机构之间相互博弈很激烈

记者：你如何看待主动管理型基金和被动型指数基金的差异？你如何看待 2007 年指数基金的大行情？

陈家琳：应该说，回答这个问题的"落脚点"还是通过投资组合去战胜市场，事实上，操作如此庞大的资产，不靠股票组合是不可能的，如何构建合适的投资组合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是相当重要的一件事。同时，市场结构的变化，也产生主动型基金和指数基金的基本出发点。在海外成熟市场中，由于市场有效性相当充分，因此，被动型的指数基金有庞大市场，操作指数基金的公募基金经理的基金业绩只要不比指数走得太差，投资者也可以接受，基金产品的销售就没有太大的问题。不过，在类似于 A 股这样的“新兴＋转轨”的市场之中，由于市场信息不对称，市场的有效性不足，市场波动也很大。因此，主动型的基金管理能够为投资者提供价值。

应该说，在一个相对正常的市场里，基金经理是容易跑赢指数的，但当市场结构忽然发生变化，情况就很不一样。比如，2007 年 A 股市场爆发单边上涨行情时，公募基金的规模在大牛市背景下忽然被放大，面对源源不断涌进市场的资金，基金经理只能买那些跟得上指数、能对基金业绩提供帮助的大盘权重股。在实际中，以大盘蓝筹股为主要跟踪对象的沪深 300 指数就比上证综指“高出一筹”。换个角度说，即使基金经理买了大量的小盘股，那对规模骤然放大的基金的业绩也提供不了太多的帮助。不过，市场结构也是“此一时，彼一时”，拿 2008 年来说，如果基金经理因为投资者纷纷赎回而手中没有钱了，就要从原先那些大盘权重股“阵地”上撤退。这种市场情况对 2008 年主动管理型的基金可能有利。不过，在目前市场阶段，机构之间相互博弈很是激烈，过去指数单边上涨时，基金经理之间比的是谁的仓位重，而现在则在比谁的仓位轻。

（采访人　谢路锦）

编辑点评

作为一名从公募跳到私募的基金经理，陈家琳为投资者展示的不止是他的交易理念，还有他对公私募行业，对客户关系的理解。这对于投资管理来说也非常重要。

基于此，他总结出了适合自己的投资理念，在事前即对客户的预期进行合理引导，在具体交易中维持低换手率，通过专业分析构建投资组合来战胜市场，并严格遵守纪律。

陈家琳在 2008 年 4 月初的采访中提出了“熊市的下半场”的概念，并提醒投资者对市场保持谨慎。他提出了当时两个直接影响市场的因素，第一就是美国经济走向，第二是通货膨胀因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

刘虹俊:永远不要认为自己比市场更聪明

刘虹俊股海档案

● 深圳天马资产管理有限公司执行董事、投资决策委员会核心成员。

● 具有16年以上中国及全球专业证券投资管理经验,曾任摩根士丹利(Morgan Stanley)投资部资深副总裁、美林证券(Merrill Lynch)投资部副总裁。教育程度:美国马里兰大学(Maryland)、上海交通大学。



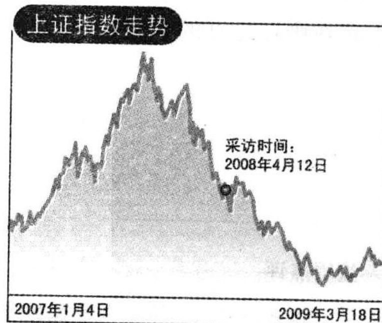
刘虹俊:深圳天马资产管理有限公司执行董事、交易及风险控制总监

操作技巧

● 建立投资模型系统的好处是可以帮助扩大视野和避免人为的错误,模型首先可以固化想法,固化后就不带感情色彩,因而可以帮助克服人性的弱点。

● 一般的投资人跟专业的、比较成功的投资人相比,两类人所犯下的错误次数相差也许并不多。但是,成功更多地属于专业投资人。这是为什么?我觉得,专业投资者更容易接受自己的错误。

● ①股市里你千万不能认为自己聪明!你认可,但市场不认,那可没用;②如果无法跟踪趋势就尽量寻找到一家好公司。从长期看,好公司的股价上涨幅度最终能够体现公司基本面;③千万不要去想什么底部;④认准、重视趋势。



采访时间:2008年4月12日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在近年来如雨后春笋般成长起来的阳光私募基金群体之中有那么一批人，他们并不是近几年来脱胎于国内公募基金的专业投资人士，也非 A 股市场近 20 年发展历程之中产生的各类“草根英雄”。这些人，既领略过海外金融市场的大风大浪、熟知市场上各门各派的“武功”底细，又头顶海外著名投资银行的光环，加上有着券商背景之下对 A 股市场的长期观察，他们更能用一种新的视角去认识市场。

近日，记者采访了深圳天马资产管理有限公司执行董事、交易及风险控制总监刘虹俊先生。刘虹俊有着 16 年的华尔街投资管理工作经验，历任摩根士丹利投资部资深副总裁、美林证券投资部资深副总裁。除了管理海外对冲基金之外，在近年来的 A 股大牛市之中，刘虹俊以及他所在的团队以阳光私募基金的形式，管理着阳光私募基金产品——“深国投-天马”证券投资集合资金信托计划。

“三眼”法寻找成长性公司

记者：作为为数不多的在华尔街获得成功的华人之一，你为什么要回国参与深圳天马资产管理公司的创业呢?

刘虹俊：中国具备的良好经济条件和长期发展远景是我们回来创业的最根本原因，而多年的华尔街工作经验将有助我获得成功。我很幸运，找到了志同道合的合作伙伴康晓阳先生。康先生曾任君安证券副总裁、投资总监。我们公司的目标就是要成为全球首屈一指的华人资产管理公司。

记者：你们的阳光私募基金产品采用怎样的投资方法?

刘虹俊：我们的投资理念概括来讲就是：依靠系统化选股模型，根据“三眼”法则，在风险平衡条件下追求成长型投资的优化回报，寻找能分享中国经济高速增长的、具有爆发性成长或长期成长的公司，追求风险可控的优化回报。所谓“三眼”法，简单说就是我们买入的股票要符合“基本面”、“技术面”和“机构面”三方面的要求。通过这样的方法选择出股票后，再优化组合权重、提高组合效率，从而降低组合风险以及波动。

记者：你们对“机构面”的要求有哪些?

刘虹俊：我们一般很关注机构的认同度以及由此产生的对股价的“催化剂”的作用。比如，其他投资者如基金经理的认同程度，持有仓位的变动情况，分析师评级上调，上市公司的新技术、新产品、新应用、新管理团队和新市场等，有影响整个行业的重大变化，也有任何会导致市场供求关系平衡改变的变化。我们内部有一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个排名系统，最好认同度在40～80之间，总数是100。一只股票，没人关注不行，大家都关注了也就没有机会了。其实，基本面好的公司不一定就有好的表现，可能需要等很久。一定要有很好的认知度，要有市场共识，最后公司股价才能上涨。

记者：在管理证券投资信托计划和对冲基金时，你们通常如何进行风险管理和对冲？

刘虹俊：风险管理体现在我们的股票选择和投资组合的创建过程中，包括数量化选股模型、基本面确认、分散化配置以及具体买卖点的选择。同时，我们通过对组合权重的管理来提高投资效率以及分散风险，并采取严格的止损策略。在对冲方面，我们的做法是，通过合适的工具对市场尤其是市场的转折点进行深入的研究，并主要通过三种方式进行组合对冲：一是买入指数认沽权证，或者其他衍生工具的组合；二是沽空香港市场的ETFs(当前A股市场不能进行"卖空"操作)；三是沽空SGX A50等指数期货。

模型化、系统化和流程化选股

记者：根据模型，你们一般能够选出多少数量的股票？你们如何构建股票池？

刘虹俊：根据多种数量化的选股模型，以及具有可持续增长的商业模式和合理估值水平，一般可以选出300～400只股票。经过研究员以及数量化的排序模型筛选，剔除"噪音"，组合大约有100～150只股票的关注股票池。由研究团队推荐并由公司投资总监、投资决策委员会批准的股票按估值、成长性等特性分类进入A、B、C、D这四类股票池。A类条件有：基本面、估值和上升潜力三个方面都为正面；B类条件有：上升潜力、估值都为正面，但基本面不太确定，需要"催化剂"的出现；C类条件有：基本面和上升潜力都为正面，但估值较高；D类条件有：基本面、成长性比较确定，但估值不高、下跌空间较为有限。之所以进行这样的系统性选股，目的在于扩大整个投资团队的投资视野及投资机会，而非完全替代投资团队及其丰富的投资经验的作用。

记者：你们如何保证你们最终能够胜出呢，只是依靠个人的投资经验吗？

刘虹俊：不是。这正是我们与大多数投资顾问不同的地方。我们靠的是模型化、系统化和流程化。通过引入和学习华尔街的历史经验，我们建立了大量的选股模型。建立投资模型系统的好处是可以帮助扩大视野和避免人为的错误，模型首先可以固化想法，固化后就不带感情色彩，因而可以帮助克服人性的弱点。系统化主要是指机会比较的系统化。我们的选股模型不断地给我们提供各种备选机会，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们需要对这些机会进行系统化的比较。在进行股票比较和行业比较的时候，我们会系统化地比较盈利动能、分析师情绪指数、市场动能、资金流向等各方面的情况，同时我们有一套评分体系对个股或行业进行系统化的综合打分。许多人认为私募的投资方式主要依靠个人拍脑袋，但我们却比公募基金更加重视流程。我们认为严明的交易纪律和投资管理流程是保证执行力和防范风险的关键。

记者：你们的数量化模型忽略对宏观经济的判断吗？

刘虹俊：这主要看每家机构的资产管理风格，就我们而言，主要以数量模型和系统化投资为方法，对宏观经济的判断并不多。我们的出发点是这样的，首先认为每个投资决定错的可能性比较大，既然错的可能性比较大，那我们对自己形成一套策略，这套策略是什么？我们不光用自己的眼光来看，也用其他人的眼光看问题。从系统的观点来看，我最近在国内跑了一下，也跟很多人作交流，我觉得大家对股市从 6000 多点到 3000 多点的过程，情绪都比较悲观。

记者：你们公司主要采取数量化的分析方法，但在以往大牛市的背景下，相当多的公募基金和私募基金都奉行“买入并持有”的策略，并表示自己执行的是价值投资方法。你在海外著名投资公司工作多年，你觉得目前海外市场之中，数量化的分析和价值投资哪个更占据主流地位？

刘虹俊：在我看来，在股市赚钱的投资方法有很多。就大的投资风格来说，一般分为两种：一种是成长型投资方法，一种是以价值投资为取向的投资方法。在上述两种方法之中，价值投资方法中有相当多偏向于数量化的方法，成长型投资方法里面也有不少以数量化作为分析的基础工具。

假设投资一开始就是错的

记者：你们年初就一直认为大盘蓝筹下跌不可避免，当时提出这样观点的理由有哪些？

刘虹俊：我们早在年初发出的 2007 年四季报中就明确指出，2008 年盈利增长将会放缓，蓝筹股跌落不可避免。一般来说，投资机会无外乎两类：一是寻找未来的“巨人”，二是当金子以沙子的价格出售时。“大象”虽然也能跳舞，但如果以每盎司黄金的价格出售，对投资而言也就失去了吸引力。由于缺乏持续的资金支持，我们认为大盘蓝筹股 2008 年的表现将难以为继，蓝筹跌落只是时间问题。相反，一批真正具有增长潜力的中小市值公司将脱颖而出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

记者:你们更注重数量化模型还是更注重人的经验呢?

刘虹俊:在我看来,所谓的数量化模型其实就是人的经验。放在数量化投资的角度来说,海外投资界之所以在工具运用上比较倾向于定量,其好处是成功的投资经验可以重复。而且,通过这样的方法,也可以使投资者眼界开阔。另外,通过数量化模型进行选股,其工作效率也较高。不过,我个人认为,数量化模型也有“盲点”,通过模型选择出的投资方向并不一定就是好的。比如,数量化模型不知道该公司的商业模式是不是可持续的,这就需要通过其他方法来弥补。我们很多对于风险的经验都已经放在系统里面了。把风险数量化,让我们更好地规避风险。定量化可以让我们不断优化我们的模型,针对不同的市场阶段采取不同的策略。但我们还是不能离开人为的判断,计算机毕竟不能代替人脑。

记者:你个人对数量化投资的最大体会有哪些?

刘虹俊:我觉得,做任何投资,先要对市场的整体环境有一个判断,有一个诠释。但这不是简单的预测。人总是会犯错误的。开发数量化投资系统,就是为了尽量过滤发生错误之后的恐慌。其实,一般的投资人跟专业的、比较成功的投资人相比,两类人所犯下的错误次数相差也许并不多。但是,成功更多地属于专业投资人。这是为什么?我觉得,专业投资者更容易接受自己的错误。

记者:我们了解到,你们的数量化模型有 26 个,我们感兴趣的是,那么多模型是否是针对不同的市场阶段所设计的?

刘虹俊:的确是这样。比如,当大盘处于上升通道,所采取的数量化模型肯定是成长型的,而在目前这样的市场阶段,肯定是质量型模型。其实,大多数人都在分析市场,但是大家可能都忽略了一个问题,就是很多人并没有厘清上市公司市盈率跟收入比的问题。做投资,我们要看的是整个事态的动态发展方向。大盘越往下,值得观察的股票也就越多。

记者:你和你的团队主要遵循怎样的方法?

刘虹俊:我们的投资方法主要是从我们的投资理念出发的。比如,在做一个具体投资时,首先假定我们的投资设想一开始就是错误的。而且,我们认为,并不是你深入研究了、分析了,你的判断就是对的。

2008 年的机会是跌出来的

记者:你认为推动股价上涨的最终动力来自于哪里?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

刘虹俊：我们经过长期的研究后发现，真正推动股票出现大幅度上涨的关键在于公司盈利变化的速度。如果一家公司的盈利出现加速度上涨，那么这家公司的股价上涨是必然的。反过来看，如果目前上市公司的盈利是增长，但其增长的加速度是负值，这就会使得公司股价缺乏吸引力，并最后出现下跌。所以，企业盈利能力是做投资的关键。

记者：你对本轮下跌的最终目标位有何判断？对市场之中的个股机会有何预期？

刘虹俊：大盘会到什么位置目前我无法作出精确判断。具体来说，我认为，上海市场跌到 3 400 点附近，尚无法断言下跌趋势已经结束。不过，短期来看，大盘下跌不可能一直持续下去，因此投资者不需要过于恐慌。而且，我觉得到 2008 年年底之前，市场之中仍然有不少值得投资的公司。其实，就个股来说，很多股票都有投资机会的，并不一定是大家很看好的大盘蓝筹股。

记者：你的团队如何规避风险？在当今比较难操作的市场中，你和你的团队如何赚钱？

刘虹俊：我们投研团队有个基本原则：市场中没有值得投资的股票时，我们就不进场操作。的确，在类似 2007 年“5 • 30 大跌”的时候，市场的确不太能找到值得投资的股票。但是，到 2008 年一二月份的时候，市场反而有了我们认可的投资机会。

记者：你认为 2008 年投资机会在哪里？

刘虹俊：在经历了持续两年的大牛市后，A 股市场面临着估值过高、“大小非”减持、业绩高增长难以为继的问题，调整不可避免。我们认为，2008 年的机会是跌出来的。目前，我们可能面临着阶段性机会，沪深 300 成分股 2008 年平均 PE 在 18 倍左右，估值进入与未来业绩增长匹配的合理区间，二三月份是“大小非”减持的高峰期之一，二季度“大小非”解禁数量明显放缓。

记者：能否谈谈你们具体的行业选择？

刘虹俊：我们不是那种选定股票和行业就拿着不动的模式，而是不断从我们的模型中系统化地挖掘新机会。我们和大多数投资顾问不同的地方在于，我们的换手率是相对较高的，因为我们总在不断地寻找最佳投资标的。从目前的模型选择和我们的系统分析来看，2008 年的投资机会主要集中在中小市值的成长公司中，医药、科技和消费服务行业机会相对较大；在医改和国际生产转移的大背景下，医药行业有可能出现超预期的结构性机会，医疗体制改革这个主题性的投资机会将贯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

穿 2008 年全年；资产注入和央企整体上市虽然也是不错的投资主题，但机会比较难把握。

记者：你们为何对科技股相对看好？

刘虹俊：科技股过去曾经被当作概念爆炒过，很多人对其有很不好的印象。但我们认为投资不要“记仇”，客观分析最重要。正是因为科技股被市场抛弃了很久，之中才有被忽略了的机会。不过，科技股鱼龙混杂，要找出其中真正具有科技创新能力的公司并不容易。现阶段，我们比较看好通讯设备龙头公司。中国的通讯设备龙头公司具有全球竞争力，未来 3～5 年有望成为行业的世界龙头，全球市场份额有望大幅提升。同时，国内电信重组不可避免，重组后电信投资将进入 2～3 年的恢复期，给设备厂商未来几年的业绩带来支撑。

记者：在你看来，当初不看好后市的原因有哪些？

刘虹俊：就我个人而言，当时我听到悲观的理由，觉得其实还是太乐观。比如，2007 年 10 月份就听到“大小非”、美国次贷、货币紧缩、年底的通货膨胀，说来说去还是这些基本的观念。比较深层的观点，并不是这四个原因，真正的原因，从我们的系统上看到，指向中国企业盈利能力的下降，这是真正的原因。为什么这样讲？2007 年前三季度沪深 300 的盈利成长 67%，营业额成长 27%，基本上是标准的营业成长。但是大家可能没有特别观察到，公司盈利真正的驱动能力，净资产回报率从 2007 年开始已经下降，如果说市场在这样比较低迷的情况下不能融资，那今后盈利的能力不但是减速成长，并且可能产生负增长。这个观点大家可能没有注意到，我们在系统中有所揭示。推动股票价值真正成长的原动力，实际上是公司盈利加速度的成长。

记者：你认为市场群体性思维会从投资大盘蓝筹股转向其他方向吗？

刘虹俊：这个比较难判断。但是，我认为很多基金公司以前只是简单地去投资大盘蓝筹股，相信它们未来都会改变，会认真地回到原点，即去发现有价值的公司。现在投资者对基金公司的信赖度很高，基金公司做的广告也很多。也许，等哪天我们发现基金公司的广告少了，这个行业不太像以前那样热门了，可能就有不错的机会出现了。

在完整市场周期中取胜更重要

记者：我注意到你们两只证券投资信托计划产品的最低门槛一只是 500 万元、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一只是200万元，为何设置如此之高的门槛？

刘虹俊：我们公司创业之初就把产品设计目标定位于帮一些人理财，而非帮人发财的方向上。对于资金实力雄厚的投资者来说，他们更加关心投资的安全性，事实上，这也和我们为客户提供长期理财服务的宗旨相一致。通过我们多年的观察发现，首先不亏钱才是最重要的。我们的阳光私募基金产品的进入门槛在国内算是最高的，我们比较倾向于已经发了财的人，我们最怕的是涨了100%无所谓，跌了100%也无所谓的客户。

其实，我们看到过太多的人在大牛市里赚到了很多钱，但最终也没有成为真正的有钱人。出现这种情况的原因究竟是什么？在我看来，这些投资者的不幸在于，他们在"熊市"中又把赚到的钱"还给市场了"。所以，我们希望我们的客户在股市出现大上涨行情时候能够"跟得上"，起码不落后于大盘。但在市场不好的时候，客户们能够保住财富。对于资金量较大的投资者来说，后者显得更为重要。如果说到我们的优势，我所在的投资团队的主要成员都是经历过多个牛熊周期的人，我们的风险防范意识比一般人要强一些。在我们看来，在一个完整的市场周期中取胜，这更为重要。事实上，在2007年10月份，我们的数量模型就观察到中国公司的盈利成长有明显变化，于是对投资A股市场的两个信托产品进行了调整，因此，天马管理的两只信托产品的净值较其他同类产品下降幅度相对要小。

记者：在你的海外经历之中最大的投资经验是什么？你又是如何运用的？

刘虹俊：一定要结合市场趋势去看问题。当你处于一个赚不到钱的趋势里，那么这个趋势就不是一个好趋势。

记者：能和普通投资者分享一些你最大的投资体会吗？

刘虹俊：①股市里你千万不能认为自己聪明！你认可，但市场不认，那可没用；②如果无法跟踪趋势就尽量寻找到一家好公司。从长期看，好公司的股价上涨幅度最终能够体现公司基本面；③千万不要去想什么底部；④认准、重视趋势。

（采访人　谢路锦）

编辑点评

刘虹俊对数量化模型投资颇有研究。建立投资模型系统的好处是可以帮助扩大视

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

野和避免人为的错误，模型首先可以固化想法，固化后就不带感情色彩，因而可以帮助克服人性的弱点。

正是在数量化的基础上，刘虹俊对于行情的判断就更加理性。他认为推动股票价值真正成长的原动力，实际上是公司盈利加速度的成长。通过数量化系统，他找到了A股2008年由牛转熊的深层次原因，即上市公司盈利能力下降。

2007年前三季度沪深300成分股的盈利成长67%，营业额成长27%，基本上是标准的营业成长。但公司盈利真正的驱动能力，净资产回报率从2007年开始已经下降，如果说市场在这样比较低迷的情况下不能融资，那今后盈利的能力不但是减速成长，并且可能产生负增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

毛剑鸣：短期内股市最大风险来自企业盈利预测下调

毛剑鸣股海档案

● 1969年出生。美国肯特州立大学金融博士毕业。1992年至1994年在阿克隆大学任经济系助教，1995年至1999年在肯特州立大学金融系任讲师，1999年至2002年任HFR资产管理公司董事总经理。2002年至2007年任富兰克林邓普顿基金集团副总裁及高级投资策略师。

● 现任申万巴黎基金管理有限公司总裁。



毛剑鸣：申万巴黎基金管理有限公司总裁

操作技巧

● 投资QDⅡ产品是直接分散投资风险的投资方法。但是，海外市场也会经历牛熊交替，所以，一定要用长期眼光去看。此外，从货币升值、经济增长等因素看，海外市场本身也是有一定投资价值的。

● 基金公司投研团队做好业绩需要很多方面的支持。第一，投资流程和投资策略定性要明确。如果定性是成长型的，就一定要按照成长型的投资思路做法做，这一点不管是对投资者还是对公司声誉来说都很重要。第二，一定要有完整的研究团队，要建立完备的“股票池”，包括风格“股票池”。



采访时间：2008年4月17日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在相当多的投资者眼中，2008年基金投资可能并不是一个很好的选择。在A股市场不断调整中，不少人还是默默选择了离开，从一名价值投资者转向“顺应趋势”的趋势投资者。但也有人认为，市场的牛市、熊市交替本就是一件相当正常的事情。在市场异常艰难的时候，投资者以及基金从业人员更需要一份平常心，以看清楚未来的发展方向。

作为一名“海归”，申万巴黎基金管理有限公司总裁毛剑鸣在海外市场的经历是研究对冲基金组合，有着长期的实务和理论相结合的经验。在他看来，投资者一踏入市场就应该自己告诉自己：投资是一件需要用相当长的时间跨度去考察的事情。

A股20倍动态PE具有吸引力

记者：你如何看未来A股市场的机会？

毛剑鸣：我个人认为，未来的市场机会主要将来自于政策面。目前股市陷入了一个下行的自我循环：股市跌了，所以要卖；因为卖，导致市场再跌。要令股市跳出这个循环，需要政策面出现改变。如果出现像市场传言的限制再融资、限制“大小非”减持的政策，那么会触发市场的一轮反弹，但是在宏观面尚有不确定性的情况下，那么这只是一轮反弹。此外，政策面最大的机会来自于对投资调控政策的放松，根据我们之前的测算，政府2008年需要将投资增速保持在高于2007年的水平。虽然我们还不能断言宏观调控政策即将松动，但是至少可以说我们离它越来越近了，我们会密切跟踪这项政策动态带来的机会。宏观调控一旦放松，就意味着国内需求特别是投资需求的启动，从而减弱了市场对宏观经济的担忧。

记者：目前各类投资者面对的是看似错综复杂的多种因素，你可否帮我们分析一下目前市场的估值是否合理？各种利好预期能否产生真正意义上的积极作用？

毛剑鸣：就长期来看，H股是A股股价的“地心引力”，但是在A股缺乏信心的情况下，如果美国股市特别是港股出现企稳，甚至持续复苏，那么会成为推动A股估值和信心提升的重要源泉。同时，虽然“大小非”的成本很低，他们可以容忍的估值水平比二级市场投资者要低，但是一旦A股2008年PE降到20倍附近，特别是部分行业2008年PE降到20倍以下的时候，我们相信就会有投资者愿意逢低买入。毕竟，对于一个高增长的经济体、25%以上的利润增速，20倍动态PE具有了吸引力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

记者:未来股市最大的风险来自何方?

毛剑鸣:短期内股市最大的风险来自于市场对2008年、2009年企业盈利预测的下调,虽然部分投资者已经对此有所预期,但是一旦出现大面积的调低盈利预测值,仍会触发一轮新的下跌,我们认为这个风险出现的概率较大。换句话说,企业盈利的增长将成为推动股市上涨的最主要驱动力。优质的投资标的将会像金矿一样越来越稀缺。尽管2007年市场各板块整体表现都很好,但2008年的A股震荡市更适合那些专业"掘金者",既找到投资金矿,又减少无用功,同时避开市场中的"雷区"。

记者:你们基金公司看好哪些行业?

毛剑鸣:目前有三个主线值得关注:一是前期大幅下跌、估值已经较低的行业;一是通胀中最具涨价能力的最上游矿采行业;还有就是那些需求不受宏观调控影响的行业,例如信息设备和信息服务。与此同时,尽量规避可能出现补跌的行业,对于目前2008年PE还处于30倍水平的行业保持警惕。尽量规避那些盈利预测最容易被调低的行业,例如公用事业、炼油、有色金属冶炼和钢铁行业。加大对前期已经大幅调整、估值合理行业的配置比例,例如金融、地产。在全球成本推动型通胀的背景下,更加关注最上游的资源能源行业,同时降低对矿采业直接下游的配置比例;在信息设备和信息服务,维持"超配"。

记者:很多投资者感到,2008年投资难度很大,你如何看待这个问题?

毛剑鸣:由于2008年的市场将从指数大涨的全面牛市转向板块轮动的震荡市,中小投资者依靠自身力量选择股票的难度将会不断加大,基金的专业理财能力会比2007年有更显著的体现。大浪淘沙的市场环境下,我们更应该充分借助专业"掘金者"的优势,以挖掘震荡市中的机遇。作为基金投资者,在目前的市场状况下应该避免盲目投资,根据自身经济状况投资合适的基金品种,这样即使市场下跌,也能保持良好的心态。

预计2008年宏观调控将前紧后松

记者:你如何看待未来全球宏观金融形势?国内的企业盈利、宏观调控政策何时能转向?

毛剑鸣:我个人认为,美元指数存在反弹的可能。其含义主要有两方面:一是,美元指数反弹未必是美国经济转好的信号,我们判断美元指数反弹更可能是由于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

欧洲、日本经济开始出现减速；二是，如果我们认同大宗商品价格飞涨主要是一种货币现象的话，那么美元指数的反弹可能会导致大宗商品价格下跌。

我们对欧盟和日本经济的前景比较担忧：一方面，从历史数据来看，欧盟经济和美国经济的挂钩比较明显；另一方面，欧盟和日本同样持有大量的次贷。很多人怀疑欧洲和日本会曝出大量次贷问题。

不过，美国经济短期内难以看到明显的好转信号，近期公布的宏观数据甚至只会印证经济下滑的预测，部分数据还会低于预期，同时一季报各大投行仍将会集中曝出新的次贷亏损。在这种情况下，美国股市保持震荡甚至偏弱的可能性最大，也就是说短期内难以期望美国股市明显复苏。根据前面的分析，欧洲和日本经济同样面临减速、衰退的风险。

就国内情况来说，导致社会利润在行业间重新分布的因素包括能源原材料涨价、劳动力成本提高导致的成本推动型通胀、外需的减弱、消费的复苏、政策的刺激等。目前的信贷政策实际上并不紧，未来央行还会进一步收紧流动性。调高准备金率、大规模发行央票甚至加息还会继续看到。宏观政策将会左右中国经济的走向，但我们相信中国政府有足够的资源来创造需求拉动经济增长。从时间分布上来看，上半年的消费和下半年的投资将会是宏观经济的关注点，而政策主导的经济结构调整也将会带来一轮社会利润的重新分布，这会为部分行业带来新的增长机遇。

记者：你对未来宏观面发展如何看？对股市产生的影响有何预期？

毛剑鸣：我们的投研团队预计 2008 年宏观调控前紧后松，上半年出现宏观调控超预期的概率很大。从政策内容上来看，刺激消费是全年政策的重点，投资的机会来自于政策超预期后的过度放松和城镇化的提速。我们认为构成 A 股牛市的五大基础并没有发生根本变化：人民币升值仍在进行、人口红利继续推升资产价格、宏观经济基础良好、上市公司利润大幅增长的动力依旧、流动性保持过剩。而技术进步、劳动力素质提升、投资对冲出口减速风险、消费复苏是大家看好 2008 年经济不会出现大幅减速的主要理由。

2008 年可以预期到的影响股市的因素包括宏观调控、股指期货、奥运会、次贷危机影响等，从而令 2008 年股市的波动性大大提高。另外，伴随着“小非”减持高峰的到来和“大非”减持的序幕拉开，股市的资金供求在边际上更加趋紧，同时投资者在股市大幅波动中风险意识也得到了增强，股市估值水平再进一步提升的空间并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不大。

记者：可否具体分析一下目前宏观面对各大行业的影响？

毛剑鸣：利润增速不断提升的行业主要包括：石油、煤炭、黑色金属矿采业，还有另一类上游行业就是靠近粮食的农副产品加工业和食品加工业；利润在消费需求比较旺盛和国际价格上涨带动下逐步提高的有医药等行业；利润受上游提价因素影响的主要包括：石油加工、黑色金属压延、有色金属压延、化纤、化学原料、橡胶制品、交运设备制造等；利润受出口减速和成本上升影响而增速回落的主要包括纺织服装等。

利润增速明显提速的行业还有一个就是通信设备、计算机及其他电子设备制造业，原因之一是运营商加大电信投资对现有网络进行扩容或者升级，我们判断随着行业重组的展开，电信投资会进一步增加，同比指标应该更加好看。另一个原因就是中国设备商的国际竞争能力大幅提升，市场份额上升。电子行业内设备进口替代的趋势比较明显，国产设备技术进步、制造类企业降低成本的考虑都推动了对国产设备的需要。

2008 年投资基金应定合理目标

记者：你对 2008 年投资基金有何建议？

毛剑鸣：基金投资是一个长期投资，而且股市有涨有跌，长期投资带来的回报肯定是不错的。现在是一个不错的机会，当然风险也会存在，国外市场影响因素也是有的。但从长远来看，现在是一个比较好的投资时机。

记者：和以往的基金投资相比，2008 年基金投资者最需要做的有哪些工作？

毛剑鸣：我觉得 2008 年投资基金需要做到以下四大方面：

一、保持理性，制定合理的投资目标。2006 年以来，证券市场升幅可观，带动基金业绩出现爆发式增长，2007 年开放式股票、混合型基金的加权平均收益率超过了 120%。而像美国这样的成熟市场，近 10 年的平均收益率仅为 15%左右。由于市场推动因素导致投资基金获超额回报有着历史阶段的独特性，基金投资者要适当降低未来基金投资收益的预期，持续的高回报显然是不现实的。

二、面对震荡市，首选仓位灵活的偏股混合基金。在过去两年的大牛市中，很多投资者都不认同混合型基金的表现，认为其“涨幅太慢”，“收益不如股票型基金”等。从目前现状看，由于国内大部分投资者都还缺乏丰富的投资经验，对风险的预

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

判和承受能力也明显不足，混合型基金的稳健表现其实更适合这类投资者参与。由于2008年市场面临各种事件和市场行为的冲击，诸多不确定因素将进一步加剧市场震荡幅度，配置稳健、波动相对平稳的混合型基金才能有效抵御市场的波动。

三、控制风险，构建有效的投资组合。面对震荡市特征越来越明显的A股市场，各类基金的净值表现日益分化，投资基金并非只赚不赔，内在风险正逐步释放。虽然我们可能无法避免市场下跌而带来的净值缩水、收益减少，但投资者可以通过构建有效的投资组合，调整高风险的股票型基金，适度配置风险较低的债券型和货币型基金产品，避免把筹码都押在同一类型的基金上。

四、坚定信念，追求长期的投资回报。持续的震荡、调整会穿插于2008年行情中，只有长期持有优质品种，才能在2008年的资本市场中分享到更多的投资收益。挑选到合适的基金，在基本面没有改变的情况下，坚定不移地持有，以静制动，等待丰厚的回报。

中国市场对外资仍具吸引力

记者：在你看来，海外投资者给你最深的印象有哪些？

毛剑鸣：我个人体会是，海外的投资人相对看重投资的长期收益，包括那些海外的机构投资者。另外，如果一家机构投资者的风格变化太大、太频繁，这对基金投资者的投资行为也会产生一些影响。从时间跨度上看，海外的基金投资者持有基金的时间都比较长，基本上放进去就不怎么动。当然，海外市场的税率比较高，这也是造成基金投资者低换手的重要原因。

记者：在此次次贷危机之后，你认为全球金融市场大致能产生怎样的新变化？

毛剑鸣：眼下投资者对市场十分恐慌。显然，对于任何一个市场来说，短期肯定存在不确定性，但是从长期看，股市还有很多机会。比如，现在美国市场PE不到20倍，企业盈利增速能达到5%就不错了，但是在中国，企业增长速度能达到20%甚至30%，中国经济的增长很快。因此，无论是从市场的经济发展角度，还是从企业盈利的角度观察，中国市场都是个很有前途的市场。其实，次贷危机的爆发对中国而言或许是一种机会。美国银行业、制造业受次贷危机的影响很大，美国经济要复苏的话，最早要到2009年中期，当然这是个人意见。美国、欧洲地区都注资那么多钱，而自身市场又不好，钱肯定是往新兴市场方向走。相对而言，中国市场对外资还是很有吸引力的，例如在最近市场行情不好的情况下，QFⅡ还是不停地买。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

记者：在本轮全球股市调整过程中，A股市场等新兴市场的波动性相当大，对此你有何看法？

毛剑鸣：新兴市场本来波动就大。美国市场跌幅不太高有几个原因：一是目前市场估值水平有一定的合理性；二是美国的利率水平相对比较低，所以能给现在的市场估值提供一个比较好的支撑；三是美国很多公司都把预期降低了很多，导致PE比较高，但是这是一次性的，以后企业盈利会回复到正常水平。另外，海外投资者主要看长线，市场中很多机构投资者的钱是通过养老、保险等渠道进来的。所以，美国股市的波动幅度相对小。

反观国内的机构投资者，有些时候的投资行为和散户一样。所以，投资者教育不仅对散户要做，也要对机构投资者进行投资者教育。事实上，目前中国的投资工具比较缺乏，老百姓除了银行存款，只有投资股票、房产。所以在投资股票收益比较高的时候，老百姓必定会毫无悬念地将很多钱拿到股市里；一旦公司盈利下降，经济发展减速，老百姓就把钱从股市拿出来，放进银行或者房地产行业，这就导致股市波动比较大。

记者：你如何驱动投资团队作出更好的业绩？

毛剑鸣：在我看来，基金公司投研团队做好业绩需要很多方面的支持。主要来说，第一，投资流程和投资策略定性要明确。如果定性是成长型的，就一定要按照成长型的投资思路做法做，这一点不管是对投资者还是对公司声誉来说都很重要。第二，一定要有完整的研究团队，要建立完备的“股票池”，包括风格“股票池”。进入“股票池”的股票要经过严格的筛选、量化的筛选，并经过投研团队的讨论、基金经理的指导。我认为，“股票池”对基金业绩的影响很大。

记者：与牛市背景相比，在现在的市场条件下，公募基金的管理是不是一个挑战？

毛剑鸣：我不觉得这是一个挑战，因为牛市熊市总是交替的。我印象中新兴市场在过去20年有8次牛市熊市交替，牛市的时间会持续得比熊市长，而且牛市的涨幅比熊市的跌幅要大。由此也可以发现，从长期来看，投资者一定要在相当长的时间跨度内进行投资。

记者：你如何看待H股市场？对QDⅡ业务未来前景如何看？

毛剑鸣：H股市场受海外市场影响较大，受内地A股市场的影响也很大。长期来看，H股还是不错的，内地的经济发展将会直接提供利好支持。另外，H股的PE

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相对合理，公司成长性不错。

在我看来，投资QDⅡ产品是直接分散投资风险的投资方法。但是，海外市场也会经历牛熊交替，所以，一定要用长期眼光去看。此外，从货币升值、经济增长等因素看，海外市场本身也是有一定投资价值的。相对来说，基金公司管理的QDⅡ更有优势、更专业。

（采访人　谢璐锦）

编辑点评

2008年4月中旬，当时上证指数在3300点附近，毛剑鸣判断A股牛市的五大基础并没有发生根本变化：人民币升值仍在进行、人口红利继续推升资产价格、宏观经济基础良好、上市公司利润大幅增长的动力依旧、流动性保持过剩。

回头来看，公募基金人士当时对市场普遍偏乐观，不过金融危机的传导效应迅速改变了这些预期。在2008年7月后，人民币升值止步，资产价格跳水，宏观经济、上市公司利润增速下滑，流动性也趋紧。现在看来，这五点都变化了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金哲非:政策导向与投资者心态决定 A 股短期走势

金哲非股海档案



金哲非:国海富兰克林基金管理有限公司总经理

● 武汉人,注册金融师,注册金融风险管理师。现任国海富兰克林基金管理有限公司总经理,是继上投摩根王鸿嫔、国泰基金金旭、工银瑞信郭特华之后,国内基金行业又一位女性"掌门人"。

● 金哲非 16 岁进入中国科技大学学习,获得计算机科学学士学位,其后获得澳大利亚国立大学博士学位。先后在澳大利亚联邦科学与工业研究机构和美国哈佛大学担任计算机科学家。1996 年至 2007 年 8 月,她担任富兰克林邓普顿(Franklin Templeton)投资公司资产组合分析与投资风险部高级副总裁兼环球总管,负责富兰克林邓普顿基金和机构投资组合的投资风险控制和业绩分析。

操作技巧



采访时间:2008 年 5 月 1 日

● 作为一名长期投资者,我希望基金投资者在做任何投资之前先要想一想,你究竟有多大的风险承担能力。风险承担能力决定了投资品种的选择和资产配置的比例。对于年轻人来说,可以选择几只优秀的基金做长期定投,通过长时间地累积,投资规模和收益将会很可观;对于中年人来说,上有需要赡养的老人、下有需要供学的小孩,这就需要他们准备一部分现金和债券,以备不时之需。

● 投资者在做投资决策前不妨静下心来先问自己几个问题:自己的每一部分钱究竟是用来做什么的? 自己的投资目标是什么? 这一点非常重要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在普通人看来，金哲非的个人经历可谓与众不同：作为目前国内基金公司屈指可数的女性"掌门人"，金哲非16岁便进入中国科技大学就读，用她的话说是在机缘巧合之下，从计算机科学家身份转入竞争激烈的金融行业，并偶然踏入高风险并且陌生的对冲基金领域，随后在富兰克林邓普顿投资公司担任要职，并成为后者风险控制部门的主要创始人和领导者。

作为当时富兰克林邓普顿投资公司旗下对冲基金团队中一员，金哲非亲眼目睹了作为国际四大"对冲基金"的美国长期资本管理公司(LTCM)在1998年全球金融动荡中的"折戟沉沙"，也亲身经历东南亚金融危机对印度尼西亚市场的剧烈冲击。正是有着如此深切的认知，金哲非对于风险管理方面的体会格外深刻。

部分大蓝筹已进入可投资区域

记者：2006年和2007年令人炫目的上涨，使得A股市场成为全球投资界关注的焦点。据你了解，你的海外同行以及海外投资人怎么看A股市场？

金哲非：海外同行对于我们的A股市场十分关注，但表现又相当理智。据我个人所知，海外投资人并不是在2007年A股市场异常高涨的情况下才关注这个市场，事实上他们一直在长期关注这个市场，同时，他们也往往会把A股市场与其他市场进行对比。除了看股指外，他们更多地会看企业的估值水平以及目前股票的价格是否合理，并把企业的成长率作为重点考察的领域。此外，海外投资者对于企业以及行业是否出现"拐点"、是否存在促成股价上涨"催化剂"等有着更为深入的认识和理解。

记者：目前A股市场的估值是否进入合理区间？你如何看待大盘蓝筹股目前的估值水平？

金哲非：上证指数从2007年的6124点一度下降到3000点附近，市场上已经出现了一些具有投资价值的公司。经过调整，现在的确已经有部分大盘蓝筹股进入了可投资的区域，但对市场整体来说，短期的走势更多取决于政策导向与投资者心态，而不是基本面。

记者：作为长期在海外研究和从事风险控制的专业人士，你觉得未来A股市场引入类似于股指期货等衍生品工具，能否真正改变A股长期单边市场的特征？能否增加市场的"深度"并令机构投资者对冲市场风险？

金哲非：我个人认为，推出股指期货不能操之过急，需要谨慎。推出股指期货

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和融资融券只是给市场提供了一些工具，并不能改变市场的趋势，也有可能会增加市场的波动。我觉得大家主要对金融衍生产品的推出期望值比较高或者说比较感兴趣，这可能主要是因为以前大家都没做过，有强烈的好奇心，并觉得市场风险可能由此得到控制。但从个人从业经历出发，我觉得，所有金融产品的风险测算都以假设作为前提，如果这个假设出现错误，那么在现实之中，市场风险控制根本实现不了。

美国次贷危机影响应已近尾声

记者：作为一名毕业于哈佛大学的计算机科学家，你是怎样进入金融行业，并直接进入风险度相当高的对冲基金领域？

金哲非：我进入金融行业纯属偶然。1996 年我从哈佛大学计算机博士后毕业，原本想找一份和计算机有关的研究性质的工作，但最终却机缘巧合地进入了美国佛罗里达的富兰克林邓普顿(Franklin Templeton)投资公司。最初，我主要从事技术部门的工作，后来渐渐开始对投资产生了兴趣。在进入公司两年后，我便获得了CFA(国际注册金融分析师)资格，同时也获得机会真正进入投资行业。值得一提的是，在这段时间里，富兰克林邓普顿投资公司的企业文化给了我莫大的成长空间，公司会给每个员工提供自我发展舞台和自我职业规划的机会，这一点让我在后来担任的管理工作中都深受启发、获益匪浅。

凭借数学及信息技术领域的专业背景，我当时进入了公司的对冲基金团队，先后从事选股的定量分析工作，以及负责 IT 行业和亚洲股票的分析研究工作。

当时，富兰克林邓普顿投资公司旗下对冲基金团队的人员并不多，正是在这种情况下，对冲基金的研究工作更需要定量分析专家发挥作用，后者对整个团队的重要性也显而易见。正是这段经历，令我对投资领域的风险控制有了极为深刻的认识。

记者：你所说的"这段经历"具体指的是哪些事情？为何你后来十分重视投资领域的风险控制？

金哲非：1997 年底进入陌生的对冲基金领域后，我们就迎面遇到了全球金融动荡，即大家现在所熟知的东南亚金融危机和后来的俄罗斯国债风波。当时显赫一时、群星闪耀的美国长期资本管理公司(LTCM)也因此遭到"灭顶之灾"。我所在的投资团队也遭受了一定的损失。正是这样的经验教训，使得富兰克林邓普顿投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司更为关注风险控制,并下定决心建立整个公司投资业务的风险控制部门。而我有幸被委任负责新部门的筹备,并以公司风险控制团队创始人之一的身份负责公司投资的风险控制工作。

通过 1998 年的全球金融市场动荡经历,我获得的启示是:所谓的数量化分析等都是建立在各种假设之上的,而许多假设则是以大概率事件为基础的。但在现实生活中,如果一开始的那个假设就是错误的,或者出现小概率事件,那么即使公式与算法再完美,最终的结果往往会出乎意料。

其实,对于大型机构投资者来说,由于控制的资金量很大,因此在决策、判断以及行为模式上,就与那些资金量有限的小投资者有着本质区别。对于后者来说,只要做好大致的资产配置工作,采取分散投资风险的策略,就能在一定程度上达到投资的目标。但对于投资产品相对复杂的大型机构投资者来说,投资种类的选择、资产的长短期配置等诸多因素,对投资本身的风险控制要求相应要高很多。而且,对于大型机构投资者的风险控制负责人来说,必须具有很好的直觉,分析并应用一般的常识,个人直觉可能在复杂的决策过程中也占据相当重要的地位。比如,在我个人看来,高盛在此次次贷危机中损失相对较轻,和这家公司的 CEO 有过风险控制的经历有很重要的关系。

记者:你判断此次美国次贷危机还将持续多久? 作为一名专业人士,你认为出现这样的局面主要有哪些原因?

金哲非:现在很难判断各家投资公司在次贷方向上的确切交易量还有多少,但我个人感觉,美国次贷危机的影响已近尾声。与 1987 年美国股灾和 2000 年网络股"泡沫"破灭一样,本轮次贷危机是资本市场发展的必然结果,投资者对金钱的追求、人性的贪婪,把这场危机推向最高潮。当然,站在风险控制角度来说,这场危机也是大型机构投资者把风险控制局限于假设前提下的数量分析,忽略小概率事件的结果。

QFII 选股及选时颇理智

记者:可否提供你个人对基金投资的建议?

金哲非:作为一名长期投资者,我希望基金投资者在做任何投资之前先要想一想,你究竟有多大的风险承担能力。风险承担能力决定了投资品种的选择和资产配置的比例。对于年轻人来说,可以选择几只优秀的基金做长期定投,通过长时间

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的累积，投资规模和收益将会很可观；对于中年人来说，上有需要赡养的老人、下有需要供学的小孩，这就需要他们准备一部分现金和债券，以备不时之需。我认为对于任何投资者来说，资产配置是最重要的。

另外，投资者在做投资决策前不妨静下心来先问自己几个问题：自己的每一部分钱究竟是用来做什么的？自己的投资目标是什么？这一点非常重要。在海外，投资顾问往往根据“生命周期”理论，即根据投资者年龄的大小、按照确定的比例去安排自己的资产配置。这种方法值得国内投资者参考。在基金产品的选择上，就我个人经验来说，基金产品的设计是越简单越好。

记者：在近年来的市场运行中，QFⅡ屡屡“抄底”成功，为何这些QFⅡ的“运气”总是那么好？

金哲非：其实，根据我的观察，QFⅡ的基金经理更坚持投资的原则。这类机构投资者在选股以及选时上十分理智，他们的投资操作不受市场情绪的影响。用更为通俗的讲法是，一旦股票跌至他们所认可的投资区域，他们就会买入；当股票估值脱离他们认可的范围，他们就会迅速离场，全然不理会当时的市场气氛。另外，当这类机构投资者认为持有的股票估值高了，就宁愿不要后面看似相当可观的“利润”，他们的标准十分清晰、客观。一言以蔽之，他们不会追求高风险下的收益。

长线稳定的投资者对基金很重要

记者：在你眼中，你最关注基金公司哪个部门？

金哲非：相对而言，除了风险控制部门之外，我比较重视基金的投资和研究部门。对于一家资产管理公司来说，投资和研究能力在公司中的作用举足轻重。稳定的基金业绩对于基金公司的长期发展以及客户的日常维护都有着至关重要的作用。

另外，我们也非常重视基金公司客户服务。在这方面，我们强调维护与客户的长期合作关系。事实上，在这轮调整行情中，日益成熟的投资者人数和比例可能会有所增加。应该说，越来越多的投资者发现，不能总是期望股票投资可以获得100%、200%的非正常年收益，这种狂热的暴利时代是不可能重复出现的。其实，基金投资者越成熟，我们的工作就越好做，基金公司就可以把更多资源放在投研方面。比如，更加关注当市场处于下行时基金投资组合所承担的风险，以及投资组合的表现。所以，对于一家基金公司来说，不仅要看公司旗下基金的业绩表现，更要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看基金公司在市场不利时承担风险的能力。

记者：国内基金经理有很激烈的业绩排名压力，他们每天都要和收盘后的基金净值排名状态做无休止的“战斗”。你们公司对基金经理有无业绩排名的硬性指标？

金哲非：我们公司对基金经理业绩的考核期是3年。在我看来，公司对基金经理的业绩排名压力并不是很大，这反倒利于基金经理更好地发挥能力，并合理控制投资风险。

在我们公司内部，给基金经理的业绩要求不是每年都要挤进基金排名前10位，而是每年都保持在前二分之一。从概率的角度来说，如果这只基金每年都确保进入前二分之一的行列，那么到了第三年，这只基金的业绩排名理论上应该保持在前八分之一，这已经是相当不错的业绩了。

另一方面，更为重要的是，我们需要基金经理能够创造稳定的基金业绩，而不是2008年前10名、明年后100名这样的大起大落。如果公司不给基金经理太大的压力、引导基金经理保持长期稳健的业绩，那么，我们的基金经理就没有必要冒很大的风险，拿着投资者的钱去冒险。以长期可持续业绩为目标的基金经理考核体制，能让我们的投研团队更有时间和精力对上市公司做更为深入的研究，并以最谨慎的态度管理好客户的每一分钱。

记者：你如何看待基金公司专户理财业务？

金哲非：我们公司近期刚刚取得专户理财业务资格。对于这块新业务，我发现国内和海外有着较为明显的差异。其实，在富兰克林邓普顿投资公司工作时，由于所从事的工作是风险控制，我对专户理财业务以及相关客户接触相当多。在海外，专户理财业务的客户都是非常长期的机构客户，比如企业年金、保险公司、基金会（比如哈佛大学基金会等）等都有部分资金作为长期投资的资产配置。海外专户理财客户的投资时间相当长，他们配置到我们公司来的资金并不是看一两年的短期业绩，而是看5年以上的较为长期的回报。无论是对基金公司还是对股市本身来说，有一大批长线稳定的机构是非常重要的。

相对海外机构投资者来说，目前国内有不少机构投资者还是在做类似于波段操作的“择时”操作，但能真正做到成功“择时”的投资者又有多少呢？其实，对于保险公司、企业年金等机构投资者来说，这部分机构投资者的资产就是应该做长线投资的，但有的公司并不是那么做，比如，在A股市场行情出现调整时，有的机构投资者甚至都采取了“清仓”的策略。由此可见，像海外市场那种标准意义上的、长期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的、重要的机构投资者客户，在目前国内并不多见。我们现在开展专户理财业务时所接触的高端客户，与海外专户理财客户相比，在投资理念与投资期间长度上的需求还是有很大区别的，我们目前还处于探索阶段。

记者：你对基金公司推出QDⅡ业务的未来发展有何展望？

金哲非：QDⅡ业务对我们来说十分重要。作为一家合资基金公司，我们在海外投资顾问方面具有一定的优势。就我本人此前的经历来说，我对富兰克林邓普顿基金集团旗下的所有产品以及风险度都非常熟悉，所以如果未来发行QDⅡ产品，对我们公司来说，至少在产品设计方面还是相对容易的一件事。

对于国内投资者来说，QDⅡ产品是个人资产配置方面不可或缺的一部分。尽管由基金公司发行的QDⅡ产品不少都跌破了面值，让大家都觉得是亏钱了，但从近期的业绩比较来说，QDⅡ基金相对排名比A股基金要好一些。尽管用短期业绩表现并不能替代长期结果，但这也说明了一个问题，A股市场不可能永远走在所有市场最前面。在你不知道哪个市场能走在前面、不知道你的判断是否正确的情况下，最好的办法还是分散投资。而且，对于国内投资者来说，目前尚没有办法自己直接投资海外所有市场和股票，因此，选择投资QDⅡ基金是一个不错的方法。

（采访人　谢路锦）

编辑点评

金哲非一直在强调风险控制，从资产管理上的风险控制到个人投资者的资产配置。

对于此次金融危机，金哲非也从风险控制的角度给了诠释，即这场危机是大型机构投资者把风险控制局限于假设前提下的数量分析，忽略小概率事件的结果。

不过，金哲非对次贷危机的判断却乐观得太早了。在2008年5月初，她认为美国次贷危机的影响已近尾声。而在几个月后，次贷危机迅速演变成了影响更大的全球性金融危机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

石运金:留一点仓位给超跌的好公司

石运金股海档案

● 深圳国轩投资管理有限公司总经理助理。

● 毕业于清华大学经济管理学院会计系,历任深圳尊悦证券投资顾问有限公司研究员、深圳市盈信创业投资股份有限公司投资经理、深圳国轩投资管理有限公司研发部门负责人。善于从基本面、财务分析角度把握投资机会。



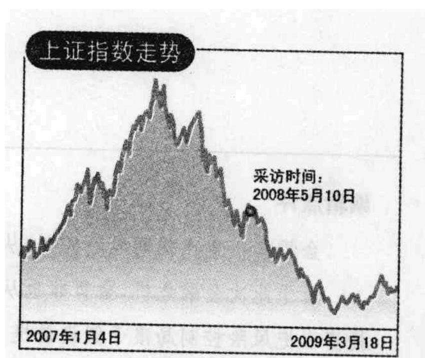
石运金:深圳国轩投资管理公司总经理助理

操作技巧

● 有成长性、毛利率高的上市公司,最值得投资。

● 好公司之所以是好公司,首先是因为它们"倒不了",能够经受得起市场风险的考验。这种"倒不了"的公司,即使我们现在不投资,也应该纳入关注视野之内,没有机会就等,一旦出现机会,就应该好好把握住。

● 价值投资是本,技术分析是末,不可以本末倒置。不过技术分析仍然是有用的,因为人的情绪和信心仍然是影响市场的因素,技术分析就是分析这个因素的一种工具。



采访时间:2008 年 5 月 10 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

整整一个下午，深圳国轩投资管理公司总经理助理石运金一边为了两只新的信托基金产品来回忙碌，一边抽空与记者交流心得。他知无不言，对国轩的投资方法和重点配置品种没有任何避讳。因此这次访谈尽管时时被打断，仍然效率颇高。

“刻意的行业配置我们是不做的，只要是我们熟悉的、研究透的，并且看得懂的品种，就会作为投资重点。”石运金说，国轩只做自己喜欢并擅长的事，或者把钱投给别人喜欢、擅长并高增长的行业，接下来就是控制好安全边际，遵循成长型价值投资，这就几乎是国轩全部的投资理念。

比起董事长和总经理，身为总经理助理的石运金还很年轻，有着年轻人的锐气，敢于发掘冷门股，甚至把握一些交易性机会。

国轩投资2007年7月发起的厦门信托-国轩一号信托基金产品，虽然经历了一轮市场深幅调整，截至2008年4月25日提取管理费和绩效报酬后仍有28.77%的收益率。石运金发掘的冠农股份(600251.SH)就一度是这只信托基金重仓持有的品种。

A股仍是最佳投资市场

记者：由于行情不好，国内不少原本做二级市场的私募基金管理公司转向一级市场，做私募股权投资。国轩会有这样的打算吗？

石运金：确实很多公司转去做私募股权投资。现在的问题是，大家都去抢，把公司价格抬得很高，这里面一样风险很大。

在研究方面，毕竟我们公司人少，不可能全部公司，包括宏观经济和策略研究都去搞，所以也要借助外界的力量。我们与中金公司、申银万国、招商证券等都有合作关系，是它们的核心客户。它们研究报告的观点，尽管有些时候我们不一定完全认同，但是很多数据以及论据还是很有用的，对我们作决策的帮助很大，我们进行二次加工，作出我们的投资决策。

所以你看到，二级市场的私募投资基金本身是在不断发展的，一天更比一天专业化。我们相信只要专注于这个领域，把它做成自己擅长的事情，就能有更大的发展空间。

记者：本轮大幅调整之后，对市场走势，你们是如何判断的？

石运金：短期的市场走势，受政策及投资者情绪影响很大，确实很难把握。前面上证指数跌到过3 000点，如果没有印花税降低及限制“大小非”减持的利好政

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

策，恐怕还是会进一步惯性下跌；如果下面再有其他的利好政策出台，那么也可能反弹高度更高一些。在一次性的大幅反弹之后，我们判断市场可能会回落，然后缓慢上涨至3 800～4 000。这种判断的偶然性还是比较大。

我们作投资的落脚点是公司。并不是说宏观经济大的背景、行业的环境不好，就不能投资了。即使是最坏的情况，依然有一些子行业，或者个别上市公司是继续向好的，这就是投资机会。当然，大环境不好，我们会对仓位作适当的调整，比较灵活地处理。

但是长期的判断则是明确的。中国经济体仍将高速发展，每年9%以上增长，这在全球范围内都是最好的，相比之下美国3%的增长速度，日本则更低，西欧也是如此。环顾全球，风景这边独好，不在中国投资，还能去哪里投资呢？即使在“金砖四国”，我们仍最看好我们的国家。

所以我们的策略是，持有一定的核心仓位，并且始终保持一定的现金。这样既有利于在市场形势不明朗的时候规避风险，又能够适时把握机会，以合理价格买入好的公司。

高成长是牛股本色

记者：你们重点配置的股票，遵循怎样的选股思路？

石运金：观察2006年以来的牛股，你会发现一个规律，无论是地产股还是有色金属股，或者原料药类的股票，其行情都伴随着产品价格的上涨。

以地产股为例，主要地产公司的股票之所以能在2006年和2007年飙升，是因为这些公司都在2003年到2004年间低价拿地，然后在2007年高价把房子卖出。但是到了2007年出现了“面粉比面包贵”的情况，地价高企，房价却出现拐点；另外，后续针对房地产的宏观调控也多是负面的，这样的背景下，地产公司盈利增速下降肯定是事实，甚至还会出现亏损倒闭的。

周期性行业在低点时，企业盈利能力是很差的，一旦其产品进入涨价周期，利润的弹性就非常大。我们看好大农业，就是基于这个考虑。农产品价格上涨是一个大的趋势，当然国内农业类的上市公司主要是加工型企业，并且规模偏小。不过我们认为价格上涨的大部分收益会进入加工型企业，因为我国的农民种植是小作坊式的，太分散，没有与加工企业的议价能力，所以涨价的收益，大部分还是落在加工企业手里面。相对而言，我们更看好农业的上游化肥和农药，因为这个行业的集

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中度明显高。这中间，我们最看好的是钾肥。

2007 年我们与厦门信托合作发起的厦门信托-国轩一号，就重点配置了冠农股份，建仓到上限 10%。冠农股份与国投合作投资参股罗布泊钾肥公司，主要产品是硫酸钾，2008 年 10 月份 120 万吨产能将量产，远期规划是 300 万吨。虽然国家对包括钾肥在内的关乎民生的资源产品进行了限价，但是我们认为限价政策对钾肥行业的影响并不大。

我国每年的钾肥进口在 800 万吨左右，国内的产能远远无法替代进口。而国际钾肥市场主要垄断在加拿大、俄罗斯、德国、以色列等企业中，销售上主要是被两大销售联合体控制，即北美的销售联合体 Canopotex 和俄罗斯及白俄罗斯的 BPC。销售上也是寡头垄断的。长期以来中国是全球钾肥价格的洼地，因我国的需求比较大，跟钾肥巨头谈判是一个砝码，但如今钾肥市场需求旺盛，需求大反而成为一个不利因素。

2008 年钾肥谈判价格上涨 400 美元/吨，达到 576 美元，算上海运及保险费到岸价将接近 700 美元，这验证了我们前期的判断，即中国将逐步进入钾肥进口的高价区域。虽然提价幅度巨大，但是进口量却明显减少，目前与 Canopotex 和 BPC 每家签订的进口协议都是 100 万吨。中国目前库存是 400 多万吨，而全年需求量 1 200 万吨，即平均每月 100 万吨，那么 2009 年的谈判将很被动，必须在 2008 年底达成 2009 年的协议，到谈判时我们的处境是库存可能为零，所以钾肥价格上涨至 1 000 美元/吨的可能性很大。

在这一背景下，我们相信限价政策无法改变供求关系，价格仍会根据到岸价定价，钾肥价格上涨仍然是一个趋势。另外国内钾肥企业还节省了海运费，吨钾肥利润显著高于国外钾肥企业。所以我长线依然比较看好冠农股份，参考罗钾硫酸钾目前出厂价每吨 5 200 元，冠农 2009 年每股收益保守估计在 3 元以上，2010 年每股收益 4 元以上。

概括起来说，有成长性、毛利率高的上市公司，最值得投资。

记者：市场往往对负面消息的反应很激烈，冠农股份最近连续大幅下挫。这种情况你们如何对待呢？

石运金：在高位上，我们已经将冠农股份做了减持。目前持有的仓位全部是利润，成本是零。至于将来，打比方说，如果股价下降到对应 2009 年盈利只有 10 倍市盈率，我们依然会买入；当然，如果它涨到 50 倍市盈率，我们也会很谨慎。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

记者：你怎么看未来创业板的投资机会？

石运金：我相信中国的创业板一定会出现伟大的企业。不过需要注意两个问题。

首先是人们经常提到的“戴维斯双杀”。对于高成长企业，人们的预期会逐步提高，导致每股盈利和市盈率倍数同时提高，产生乘数效应。这样股价上涨就会很快。但是一旦企业的成长没有达到人们的预期，那么就会产生反方向的乘数效应，每股盈利和市盈率水平同时下降，股价也会跌得非常厉害。创业板开出势必会遭爆炒。投资者应该警惕这种成长性陷阱。

其次是高科技不等于高成长，市场最关注的是高成长的企业。广告行业是传统媒体，但一样走出了分众传媒；服装销售更是传统行业，但也产生了ITAT这样成功的连锁企业；经济型连锁酒店也是大家经常谈到的例子。我们生活中总是会有很多不方便、不舒适的地方，有人能够解决这些问题，就能够满足以至创造出需求，这就是投资机会。

主板上市公司也不乏高成长的例子。我最近在关注安泰科技(000969. SZ)，这家公司有个有趣的现象，别的公司大股东和高管都在减持自家股票，他们的大股东、高管却在集体增持。结合公司的股权激励计划来看，高管和大股东都很有信心。

安泰科技核心产品是一种非晶带材，可以代替硅钢产品，应用领域很广泛。比如用在变压器里面，可以在空载时减少能耗80%～90%，很符合国家的节能减排政策。目前它的产能只有1 000到2 000吨，有望逐步扩张至4万吨以上，产品价格也是上涨趋势，我们还在关注中。

保持仓位等待价值投资机会

记者：上面提到地产股，现在一些蓝筹股的跌幅也很大。这一板块是否还有投资机会？

石运金：地产公司里面，还是有好公司。但是前阶段的牛市里面，这些公司都估值太高。有的我们长线看好，但是在这种亢奋情况下不会买入。

这并不是说我们不关注了。好公司之所以是好公司，首先是因为它们“倒不了”，能够经受得起市场风险的考验。这种“倒不了”的公司，即使我们现在不投资，也应该纳入关注视野之内，没有机会就等，一旦出现机会，就应该好好把握住。

地产股里面我们关注华侨城(000069. SZ)和万科A(000002. SZ)。之所以关

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

注，原因各有不同。

华侨城是地产公司里面，有自己鲜明特点的公司，因为它做的是旅游地产，并且已经有了自己的核心竞争力：能把原本偏远的地块，通过建造游乐场和主题公园的形式，大幅提升其周边地产价值。这种经营能力是国内地产公司里面少有的，很难被复制。

万科的优势来自于其管理团队的市场运作能力。王石 2007 年第一个提出房价"拐点论"，他以及万科已经是住宅地产市场的领导者，能够预先发现市场风险的临近，并且采取正确的对策。这样的公司的管理层是卓越的，把钱交给这样的人去做他们擅长的事情，也是可以放心的。这轮地产股大调整，但是万科的调整幅度相对比较小；如果万科继续大幅下调，反而提供买入机会。其实价值投资者比如巴菲特都是在伟大企业出现困境的时候买入的。

记者：有些公司，因为其产品特性，或者行业垄断程度，也决定了它们即使不是"倒不了"的，至少竞争压力会小一些。

石运金：是的。比如在家电行业里面，彩电的更新日新月异，一项重大投资的技术，可能很快就过时。那么大一台彩电，才卖几千块，而一部小手机都可以卖几千块，这样的行业，叫企业怎么能生存很好呢？相比而言，空调行业的产品更替速度就比较慢，这意味着企业的风险也小一些。格力电器（000651. SZ）在其卓越管理层的带领下能成长为一家好企业，跟它的行业特性是分不开的。

我们关注的宇通客车（600066. SH）也是如此。轿车产品的车型更新速度非常快，但是客车却截然相反。宇通客车的出口也主要是针对发展中国家，在那里，它的产品首先规避了升值问题，因为人民币只是相对于美元升值；其二，在发达国家市场，宇通的品质只能算二流，但在发展中国家市场，它的产品就可以算作一流，竞争力也更强。宇通毛利率长期高于金龙 5%左右，这是企业经营能力及产品质量的体现。

一些现金流充沛的行业，在当下可以纳入关注视野。比如长江电力（600900. SH），这样的企业一次性投入很大，其后就是源源不断地产生现金流。而且它的成本的很大部分是折旧摊销，这只发生在账面上，不是现金性支出，公司现金流非常好，这部分现金如果合理利用可以产生很好的效益，比如最近设立创投公司。前面提到的冠农股份也有一项水电项目投资，情况与长江电力类似。

这样的"现金牛"公司，它的价值是可以折现出来的，如果出现价值明显低估，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

应当把握机会。

价值投资也需要安全边际

记者：深圳的私募基金管理公司，可以称得上是国内最早关注价值投资的机构群体，但是每家公司的风格也不尽相同。如何概括国轩的风格呢？

石运金：我们的主体是价值投资，同时关注成长性。我们投资的一定是自己熟悉的品种，超跌的价值股也会关注，还有就是也会把握一些交易性机会。不过这些机会肯定是我们能看得懂的机会。在合理的价位买入也很重要，因为我们的核心仓位需要一定的安全边际。

记者：价值投资似乎与技术分析，以及把握交易性机会背道而驰。你们是如何将其结合的？

石运金：我们公司董事长刘波和总经理徐伟都在市场沉浸了十几年，是中国证券市场第一代投资人，最开始的时候也都是搞技术分析，那时候价值投资根本无从谈起。自 2001 年以来，价值投资才大行其道。安全边际是价值投资的基石，所以价值投资者可以在市场最狂热的时候离开，因为那时没有安全边际。比如在一轮市场崩溃性下跌的过程中，按照技术分析，做交易机会的人几乎都要死掉，最后活下来的只有价值投资者。所以像但斌（深圳东方港湾投资管理公司）他们那样买入并持有好的公司也是对的，但前提一定是找对伟大的公司。

这里的原因是，技术分析虽然可以显示一个买点，但是也要看是什么样的买点。如果它是在市场严重高估时出现的一个买点，那么就是缺乏安全边际的，这样的买点还不如说是一个陷阱。只有在市场超跌后，具备了价值基础——安全边际，这个时候技术分析才有用，它可以告诉你市场情绪是不是开始转变，是不是有资金开始进场，可以帮助你选择买点。

价值投资是本，技术分析是末，不可以本末倒置。不过技术分析仍然是有用的，因为人的情绪和信心仍然是影响市场的因素，技术分析就是分析这个因素的一种工具。

反过来说，价值投资也不见得处处都管用。我们反对在估值高位还不断买入“好公司”。巴菲特坚持价值投资，前提条件是在好公司被低估的时候买入。我们认为合适的价格、足够的安全边际十分必要。

至于交易性机会的把握，这个一定要量力而行。做我们这一行的人，坦白地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说，都有一种挑战市场的欲望，都想借此证明自己。我觉得适当搏一下也没问题，但要控制仓位，是你能看得懂的。否则，这种机会不是你的机会。不要看到别人做地产赚钱就眼红，如果你擅长的是做餐馆，那么你做餐馆可能赚钱。做自己熟悉的事情，在自己的能力圈内做事情。

比如我们国轩一号曾做过的交易性机会湘电股份(600416. SH)。金风科技(002202. SZ)上市前，我们就非常看好，觉得它的股价可以上到100元。但是打新股中签率太低，所以就提前买入一只相关个股湘电股份，在金风科技上市之前卖出，获利大约50%。还有对于周期性行业，也可以把握阶段性的交易机会。比如中国船舶(600150. SH)，我们在30多元买入，在140多元卖出，虽然卖出后中国船舶又上涨一倍，但那时安全边际已经明显不够，且造船行业已经处于周期高点。

不过还是需要强调，做这种交易性机会一定要慎重，不能自我膨胀。长期看，这个市场赚钱的永远是少数人。

(采访人　蒋　飞)

编辑点评

什么样的股票值得重点持有？如何把握交易性机会？

石运金通过具体的案例，诠释的非常到位。冠农股份、安泰科技、华侨城、万科、长江电力是石运金当时重点关注的股票。而在交易性机会方面，他介绍了操作湘电股份、中国船舶的过程。

石运金主张价值投资，同时关注成长性。价值投资是本，技术分析是末，不可以本末倒置。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

裴布雷：能赚到20%的收益，你就应该牢牢抓住这个机会

裴布雷股海档案



裴布雷：摩根士丹利投资管理董事总经理及亚洲首席执行官

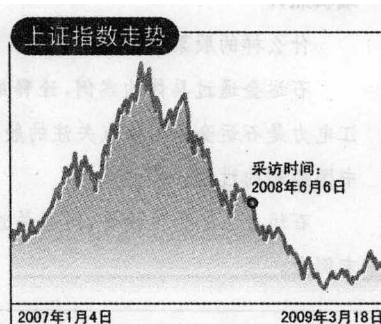
● 裴布雷毕业于美国斯坦福大学，获得学士（优异）及硕士学位，并获得美国哈佛大学工商管理硕士。

● 1984年，加入怡和集团担任怡和主席的行政助理，随后于1985年被派往台湾地区负责开设怡富在台湾的办事处。他将第一批共同基金引进台湾，怡富基金也是台湾第一批获得批准发行的离岸基金。

● 1999年8月，重返怡富资产管理，担任董事总经理以及怡富基金有限公司主席。2003年5月，加入汇丰投资管理，担任亚洲区行政总裁。

● 2007年6月1日，裴布雷出任摩根士丹利投资管理亚洲首席执行官，负责公司在亚洲的业务，包括股票、债券、对冲基金、直接房地产投资、私募股本和基础建设等。

操作技巧



采访时间：2008年6月6日

● 要长期投资，同时也要分散风险。资产管理行业我已经观察了很久，虽然很多基金经理都是专家，但是他们也没办法预见一切问题。

● 对成熟投资者来说，投资的目标不是追求某一年的发大财获暴利，他们也知道这不是可以经常发生的事情，这样做会冒很多风险，有50%的概率来赚钱，同时也有50%的概率会赔钱。

● 我曾经分析过我们的客户，我发现那些常常买卖的客户确实也能赚钱，但是他们的收益通常要少于那些长期持有的客户。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现任职摩根士丹利投资管理董事总经理及亚洲首席执行官的裴布雷被业内敬称为中国台湾基金之父，致力于投资管理业20多年。最近，他率领摩根士丹利投资管理担任了银华基金公司新发行的全球核心优选基金（QDⅡ）的外方投资顾问。日前，裴布雷接受记者专访，他花费了大量力气来讲述投资与投机这对泾渭分明却被混为一谈的概念，也阐述了对海外投资、基金投资、中国QDⅡ发展等问题的看法。

在裴布雷看来，中国资产管理行业目前最大的问题在于，长期投资中国股市会不会赚钱，目前大家对这个问题还不是完全有信心。中国的基金行业如果想进入国际资产管理市场，必须先证明，长期投资中国股票是一个好的投资。

能赚到20%的收益，你就应该牢牢抓住这个机会

记者：一年之前，中国的基金投资者还不知道什么是QDⅡ，但发行后不久，四只QDⅡ基金的净值便开始下跌，基金投资者接受了切实的风险教育。虽然遭遇了挫折，但目前管理层和基金业仍在想大力推进QDⅡ，请您谈谈QDⅡ在中国市场的未来。

裴布雷：一个新产品一出来就让投资者赔钱，我知道这让投资者、管理层、基金公司都有一些伤心、难过。但我觉得，有一点难过、失望，也是很容易理解的事情。每个市场都一样，如果新产品一推出就赔钱，都会有是否值得投资的怀疑，这也都是可以理解的。因为这反映的就是我们将来会碰到的最大问题之一：什么是投资，投资和投机有什么区别？

当然，这不只是中国的问题。我在亚太地区已经工作了将近30年，在资产管理行业也工作了将近20年，中国的香港地区、台湾地区和东南亚等地，也都遇到这个问题。很多投资者与其说是投资，不如说是投机。从长期来看，为什么要投资，为什么要投资海外？我想有很多原因，其中最重要的就是抵抗通货膨胀。

一般来说，一个人好好工作赚钱，然后把薪水存到银行，但过个二三十年就你会发现，你赔钱了！因为通货膨胀，所赚的利息还不够抵消通货膨胀率。我们发现，一些发展中国家，经济增长和公司盈利有一定关系，经济增长率很高的时候公司就会赚很多钱，反之亦然。而且公司利润的多少和证券交易所的指数也有很大的关联，所以长远来看，经济增长率高的时候，公司盈利就多，指数也会上涨。虽然短期也会有波动，但是长期来看，投资股票是规避通货膨胀风险的一个好方法。从发达国家来看，尤其是美国，投资不动产也是对抗通货膨胀的一个好办法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二个投资境外的重要原因就是分散风险——不要把鸡蛋放在一个篮子里。包括中国在内的很多发展中国家都有类似的经济运行的风险。比如20年前的日本，经济发展很快、货币在增值、不动产在增值、股票也在上涨。当时所有的日本人民都认为不需要投资国外，因为当时外资还在大量投资日本市场，可以说，当时日本人民都是100%投资在自己国内。但是随后日本经济开始衰退，日本人民真的吃了很多苦，现在的日经指数还没有恢复到当时的高度，不动产跌幅高达70%～80%。想想看，如果当时日本人民愿意投资美国市场，持续10年的大牛市也将给他们带来可观的收益。

中国台湾地区的情况也一样，20世纪80年代，台湾地区也经历了外汇存款增加、台币升值、不动产升值、股票上涨的全盛时期。台湾投资者也都觉得，没有理由投资海外。但是经济高峰之后迅速下滑，现在高雄不动产的价格还要比18年前低，股票指数也比1989年的要低。

所以，这些就告诉我们，要长期投资，同时也要分散风险。资产管理行业我已经观察了很久，虽然很多基金经理都是专家，但是他们也没办法预见一切问题，比如最近缅甸的台风。当然缅甸没有股票市场，不会说出现什么股票投资损失，但是其他市场，比如印度洋的海啸、美国的“9·11事件”，这些都是我们没法把握的。所以投资者一定要分散风险，投资到不同国家或地区、不同行业。好的经济、好的公司不是全都集中在中国，所以我们为什么不能把钱投资到其他国家、其他公司呢？

我知道，前几只QDⅡ产品出现了一定损失。虽然他们是投资境外的QDⅡ基金，但是他们集中投资在香港市场，这个严格来说不能算是分散投资。因为这其实是变相地利用QDⅡ的方式来投资中国内地，因为香港很多上市公司都是内地公司。

记者：您刚才所讲的日本和中国台湾地区的案例都说明，本币升值的过程中往往伴随着经济运行的见顶，在享受投资收益的同时风险也在积聚。但是，很多投资者会认为，如果我现在在本国可以赚到百分之几十的收益，为什么我现在就要去投资境外，为什么不等见顶之后再去投资境外？

裴布雷：如果你认为能够赚到百分之几十的收益那你赶快去投资。事实上，能够赚到20%的收益，你就应该去牢牢抓住这个机会。但是，大部分以为自己能够赚到这么多的人都不会赚到。

2007年，在香港超市里，一位太太认出了我，她和我说，她要转换银行的理财产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

品，因为现在的银行的理财产品只为她赚取了25%，但是其他银行承诺给她30%的收益。

其实，在美国，公认的最成功的机构投资者应该算是耶鲁大学基金会，过去十年的平均回报率是16%、17%。大家都认为这个基金经理很了不起、很成功，简直就是上帝。如果美国很多机构投资者都钦佩这个人，一年只赚了17%的这么一个人，那么，哪里可能会有那么多人保证一年30%、50%甚至更多的收益呢？

我曾经分析过我们的客户，我发现那些常常买卖的客户确实也能赚钱，但是他们的收益通常要少于那些长期持有的客户。

买入中国最好的数只上市公司股票，放20年会不会赚钱？

记者：中国的资产管理行业已经发展到第十个年头，而您也一直在近距离地观察着中国资产管理行业，在您看来，中国基金行业这几年有什么发展和变化？还有哪些问题和不足？

裴布雷：一般来看，投资者进行投资主要有三个原因：一是孩子的教育费用，尤其是去留学的费用，这部分费用很高。二是退休后的生活，退休后的时间还要持续20年到30年，以及抵御通货膨胀。三则是赚钱，用钱赚钱。要实现这样的目标，至少要有信心，10年到30年后，股价会比现在高，如果没有这样的信心，那么投资者肯定会比较倾向于成为投机者。

如果我买入中国最好的50只到200只上市公司的股票，买了就不卖，放20年会不会赚钱？如果是在美国市场，大部分的个人投资者对此会很有信心，当然，其中会有公司倒闭，会有涨有跌。但这些都不重要，重要的是长期投资一定会赚钱。而中国的情况呢？可能没有这么肯定。

中国资产管理行业目前最大的问题，也是一个很基本的问题，即长期投资中国股市会不会赚钱，目前大家对这个问题还不是完全有信心。

在国际市场上，可以说，长期投资上市公司股票能够赚钱，因为公司的利润在增加，从而导致股价上涨。即使有通货膨胀，公司的利润也会增长，股价也会上涨。但是在中国，现在还没有办法能够证明。

当然，中国有很多非常好的公司，问题在于是你长期投资这样的公司会不会赚钱，他们的股价会不会一直升值。

东南亚人喜欢投资不动产，比如买一块土地，买了就放在那里不动，后代就可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以完全靠那块土地来生活。美国人则喜欢建立股票投资组合，分散风险。中国的基金行业如果想进入国际资产管理市场，先必须证明，长期投资中国股票是一个好的投资。

记者：无论是台湾地区市场还是香港地区市场，境外投资在当时都是一个新引进的产品，基金经理也是经过一个漫长的过程才能成熟运作这些产品。那么您觉得经过这 10 年的磨炼，内地的基金经理是否有足够的经验和能力来管理这些 QDII 基金呢？

裴布雷：这个要看基金经理如何操作，我想应该不会有很大的问题。想想看，欧洲大部分国家和香港地区市场的 QDII 都已经有几十年的历史，从操作上来看应该没有什么问题。但是问到内地基金经理是否有足够的能力来管理 QDII 基金，我想可以给一个简单的答案。

比如说香港的境外投资基金，如果请像摩根士丹利这样的公司来做投资顾问，投资欧洲。那么，这些投资顾问们也不在香港本地，他们可能在英国、法国、西班牙等等。所以说，本地基金公司所扮演的角色是产品设计、市场分析、寻找适合的基金管理人，而投资顾问正是合适的基金管理人。

一般来说，国际化的公司都是这种模式，客户服务部门在基金发行当地，投资管理部门则在投资市场的相应地区。比如说一家法国银行募集一只中国基金，募集人员、客服人员都会在法国，而管理基金的团队会在香港或者内地。相反也是如此，台湾地区发行了一只欧洲基金，发行的公司会在台湾，但是投资管理人，或者至少管理人的投资顾问会是在欧洲。

在中国，一半的基金不是被买，而是被卖

记者：请您介绍一下，在欧美等成熟市场上，投资者对于投资境外的看法和做法。

裴布雷：先从美国市场来说吧，美国也存在不少的投机者，但是更多的还是投资者。

对于一般的投资者来说，他的概念通常是，虽然他们个人不知道如何投资，但他们采取定期定额的投资方式来长期投资，而且是分散风险的投资，这样虽然市场有涨有跌，但是二三十年后应该会有比较可观的收益。一般来说他们买了就放在那里，也不再频繁地操作，比较遵守长期投资的原则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽然美国有很多投资者还是很保守，不愿意投资国外，投资境外的比例不是很高，但是近年来一直在增加。而且，他们往往不会选择投资在单独的市场的基金，他们一般投资的是全球基金、欧洲基金、亚洲基金这样的洲际基金。你可以去分析，美国市场上的中国基金、印度基金，可以发现不仅数量非常少，而且规模也很小。即便日本这样的大经济体，单独的日本基金也不多了。为什么不发行一个开放式的投资于单一国家的基金呢？因为没有投资者要买。这并不是说投资者不愿意投资中国、印度等市场，而是没有投资者愿意投资单一国家概念，因为有可能2008年这个国家好，明年那个国家好，投资者把握不准，所以更倾向投资洲际亚洲基金。事实上，亚洲基金的规模也不大，最大规模的基金还是全球概念的，地域性的基金规模还是相对较小。

对成熟投资者来说，投资的目标不是追求某一年的发大财获暴利，他们也知道这不是可以经常发生的事情，这样做会冒很多风险，有50%的概率来赚钱，同时也有50%的概率会赔钱。他们不会把自己孩子的教育经费或者退休金去冒险投机，所以他们的原则是追求一个长期稳定的平均收益。

中国值得长期投资的公司有很多，但是好公司也不是全部在中国，这就是为什么需要长期境外投资、分散风险的原因。

记者：您在亚太地区经验很丰富，您觉得除了亚太区投机性比较强外，目前与成熟市场相比，目前亚太地区还有一些什么问题？

裴布雷：2007年，香港投资者很流行买越南基金，越南的股票市场并不大，但过去两年每年投资回报都超过100%。我很惊讶，涨了这么多为什么投资者还敢买？但是，香港人买越南基金在一个星期之内的规模，比他们过去30年投资买的美国基金还要多。这是非常不合理的，美国经济总量要比越南大得多，股票市场也更发达，所以说，这肯定不是投资，而是投机。

我觉得，资产管理这个行业和别的行业有一点很不同。比如你买饮料，价格越便宜越多人来买。但是，股票涨50%的时候，很多人来买，但跌30%的时候却没人来买了。大家都知道赚钱的基本概念是低买高卖。但当现在市场难以判断时，采用定期定投的方式来规避风险、长期投资。当然最好还是市场跌之后再买，但是在我们这个地区经常会有这样的现象，市场涨了100%、200%才有投资者开始进入市场，而等到市场跌了30%的时候，大家却又不愿意去碰市场了。跌并非完全是坏事，跌也是一个机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产管理行业一定可以有更大发展，因为这是投资者的实际需求，但真正的发展还是要靠投资、靠业绩。固然，发行新基金可以卖很多钱来赚取管理费，但是可能很快规模就会发生很大的变动，比如赎回。这也不是健康的状态。

美国就又不太一样，基金公司往往不太靠新基金来发展规模，而是老基金比较受欢迎，这个也是成熟市场和新兴市场的区别。大家喜欢老基金，因为有过往业绩可以参考。而新基金则缺少这样的参考。但在新兴市场地区，比如中国，投资者更喜欢新基金。买基金就像买汽车一样，都不喜欢二手车，都要买新车；买基金也是，喜欢新基金，不喜欢老基金。喜欢 IPO 的新基金，这个是不太合理的现象。

所以，成熟市场和新兴市场不同的地方在于，在新兴市场，比如中国，一半的基金不是被买，而是被卖。投资者想要买基金，就去银行，客户经理会给他推荐一些基金、卖给他一些基金。而在美国，基金不是被卖，而是被买。很多投资者是自己研究、考察基金业绩和过去表现，更倾向于选择有历史业绩的老基金。很多基金公司也没有推销员，也不太依靠第三方销售机构来帮他们卖基金，他就靠做好业绩，然后投资者据此来去选择他。

（采访人　吴　慧）

编辑点评

裴布雷被业内称为中国台湾基金之父，他对亚太基金市场、投资者的习惯了如指掌。

而他提给中国的一个问题，是长期投资中国股市会不会赚钱，目前大家对这个问题还不是完全有信心。这确实值得投资者思考。

而投资者更要思考的是，是裴布雷列出的投资者的坏习惯。比如，市场涨了 100%、200%才有投资者开始进入市场，而等到市场跌了 30%的时候，大家却又不愿意去碰市场了。买基金也是，在成熟市场投资者多选择有业绩基础的老基金，而在中国，投资者多数追逐新基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

代雪峰：跟风蓝筹“价值投机” 私募需要检讨

代雪峰股海档案

● 1975年出生于重庆涪陵。1995年毕业于华西医科大学。1993年开始进行业余证券投资。先后就职于兴业证券，任投资经理；第一创业证券，任销售总监；凯基（亚洲）证券公司，任投资经理；凯基（北京）咨询公司深圳分公司，任总经理。

● 现为深圳旗隆投资管理有限公司董事长，赫马士（台湾）资产管理公司执行董事兼大中华区基金经理，负责A股和H股投资。

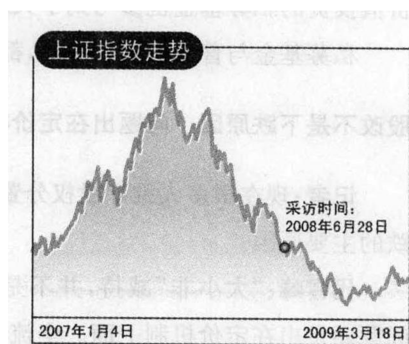


代雪峰：深圳旗隆投资管理有限公司董事长

操作技巧

● 在一个国家经济腾飞的过程中，银行和地产股是“傻瓜”行业。因为它们是经济的风向标，经济形势好，那么投资银行、地产就是当然的选择。另外，中国迅速的经济增长，对铁矿石、石油以及大宗商品的需求量急剧上升，从而对海洋运输企业构成长期利好。

● 这是一个封闭的市场，定价机制先天缺失平衡机制，发展畸形。一些投资者的玩法，即使不符合一般的市场规律，但是一旦成为主流也会深刻影响到市场的价值体系。



采访时间：2008年6月28日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三年前的一个冬日，代雪峰出现在深圳一家本地上市公司的股权分置改革会议现场。彼时的他为一家境外基金打理 A 股投资，手里握着这家上市公司一笔数额可观的流通股股权。与那一阵子经常剑拔弩张的公募基金经理不同的是，他听取公司管理层的介绍之后，很愉快地投出了赞成票。

“我希望股改尽快做完。除了对价，股改本身就是对全体股东的利好。”深圳旗隆投资管理有限公司董事长代雪峰当时对记者说。

深圳从来不乏矫健的资本市场弄潮者。2005 年股改前夜，在市场的最低迷阶段，深圳的私募界已经开始关注 A 股的投资价值。股改博弈浪起时，深圳的私募基金管理人愈发活跃。他们敏锐的嗅觉和果断的介入在 2006 年获得了巨大的回报。至 2007 年，代雪峰与台湾赫马士基金合作的 A 股产品的规模，由于本身资产增值和客户的不断追加认购，已经从 2 000 万美元扩张到 2 亿美元。

尽管市场的过度亢奋早已引起了代雪峰和很多人的警惕，但是谁也没预想到调整真的来临时，会以破坏性如此巨大的面目出现。2008 年 6 月中旬，记者再一次与代雪峰交谈时，他谈到的更多是过去一年中 A 股进入癫狂状态之后的深刻教训：深圳私募界不乏理性的思考，但是为什么理性未能战胜贪婪？是什么让原本秉持价值投资的私募基金也参与到了大跃进式的蓝筹“价值投机”之中？

私募基金与普通投资者一样，都面临着人性弱点的考验。

股改不是下跌原因　问题出在定价机制

记者：现在很多人批评股权分置改革不彻底，认为“大小非”大量减持是市场下跌的主要原因。

代雪峰：“大小非”减持，并不是股权分置改革的错，这里有比较复杂的成因。问题还是出在定价机制上面。全流通本来应当有助于价值的发现，但是 A 股缺乏相应的做空机制，导致价格在短期内可能严重背离价值。流动性过剩，而股票供应却没有跟上，或者说投资者对未来“大小非”减持造成供给增加预期不足，加上又没有平衡机制，最后造成股票价格在短时间内被推得很高。

定价机制有问题，是产业资本在市场套利的根本原因。对企业没有实际控制力的“小非”不用说，那些拥有绝对控股权的“大非”也会选择减持。因为他们可能有 60%的股权，即使减掉 30%还是处于控股地位。同时减持 30%的获利足够它再去控制一家相同的企业，那么为什么不减持呢？只有像万科、深发展这样的上市公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司，它们的大股东持股很少，并且或是看好公司的长期前景，或是有战略性意图，所以不会有减持行为。

记者：2005 年 5 月，正好遇上 A 股股权分置改革。很多投资者，包括机构和散户，都在股改对价问题上与上市公司反复博弈，一些公司的股改甚至要数个来回。你当时把股改视作一个重要的投资机会，是怎么考虑的？

代雪峰：参与股改，当然对价是一个重要方面。我们当时投资深天健，有三个基本考虑。首先是它的股价是净资产上面打六折；其次是流通股每 10 股送 3 股；最后，我们觉得深天健的资产质量还是不错的，有一些土地储备，还有深圳的市政项目作铺垫。这样我们投资的风险就很小。

但是除了对价，股改最重要的意义在于激活了所有人的利益，并使其趋向于一致。那时候三一重工的“大猪小猪”理论被中小股东批评，实际上这个理论并不是没有道理。全流通之后大股东手中的股票也能够获得市场估值，它就有了做好上市公司的愿景。这头“大猪”会尽全力提高上市公司质量，从而使得“小猪”们也从中获益。流通股股东一方面获得了对价，另一方面手中股票的含金量又得到了增加，这当然是难得的投资机会。

还有更深层次的原因是，多年的熊市使得筹码分散在散户手中，如果跟这些散户去慢慢谈，股改不会那么快成功。事实上是有一个筹码集中的过程，不论是什么力量在推动，是市场的力量还是行政的力量，抑或是上市公司本身的一些动作，总之是造成了流通筹码趋于集中。这些掌握筹码的机构和大资金对上市公司是有业绩要求的，否则他们没有办法在更高的位置套现。来自这些“议价能力”更高的投资者的压力促使很多上市公司作出了各种形式的业绩承诺，或是建立了股权激励机制，或是注入优质的资产，这些也在很大程度上促进了上市公司业绩的快速提升。

这些是微观上面的分析，宏观角度看，那几年正处在一个快速增长的经济周期，外部环境也有利于市场整体走牛。

我们还参与了万科的股改。万科的大股东华润持股很少，只是相对控股，没有办法送股，于是给出一张“空头支票”——认沽权证。这实际上是让全体流通股股东从市场中拿钱。另外中信证券也是我们当时基金关注的品种。

记者：2003 年 A 股开始以 QFⅡ 的形式对外开放，几家有资格的外资券商除了自己投资 A 股之外，还把通道提供给客户。你们是不是就用这种渠道投资 A 股的？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

代雪峰:是这样的。对于我来说,在香港凯基证券的工作帮助很大,通过这个平台我与台湾赫马士基金管理公司建立了最初的合作关系。2005 年 5 月,我开始帮助赫马士管理木星多元基金在内地和香港市场的投资,涉及 A 股、B 股和 H 股,规模大概是 1000 万美元。

在一些试水性的投资之后,赫马士的客户表现出对来中国内地投资的浓厚兴趣,于是赫马士从日本划出一部分头寸,想追加在内地和香港市场的仓位。2006 年我正式以自己的公司与赫马士基金合作,管理一只新的投资中国概念的基金"东方之鹰",并且我们除了管理费还提取业绩报酬。这只基金的初始规模是 2000 万美元。

基金资产托管在汇丰银行,投资 A 股的 QFⅡ通道有好几家。汇丰的基金托管业务做得非常好,规模和数量都很大。不过 QFⅡ的管道还是有一些问题,比如他们在内地没有自己的席位,最后还是通过内地合作券商下单。我的感觉是执行效率不够高,买入和卖出价格不够理想。

"逼上"价值投机　私募需要检讨

记者:在股改中后期,你重点投资了哪些行业和股票?

代雪峰:股改后的一段时间内,A 股还是大量存在低估的情况,至少是有结构性的投资机会。2006 年 7 月以后,我们较多配置了银行股和海洋运输股。

在一个国家经济腾飞的过程中,银行和地产股是"傻瓜"行业。因为它们是经济的风向标,经济形势好,那么投资银行、地产就是当然的选择。

另外中国迅速的经济增长,对铁矿石、石油以及大宗商品的需求量急剧上升,从而对海洋运输企业构成长期利好。我们重点投资了中海发展和中远航运两只股票。对这两家公司我们有扎实的调研,公司基本面把握也很大,最后证明是成功的。当然,现在油价涨到这个程度,海运企业的成本压力也开始显现出来。不过运力紧张的情况仍然没有改变。

记者:你什么时候开始感受到市场估值压力很大了呢?深圳一些私募基金管理人在 3000 点以上就比较看空,但是真正像赵丹阳那样选择退出的却不多。

代雪峰:2007 年 1 月我们选择退出银行股,因为感觉到泡沫在形成和放大。重点放在了海运股上,原因是运力仍然很紧张。到了当年 4 月份,我愈发觉得泡沫很大,更加谨慎起来。这个时候我们的头寸调整到封闭式基金上面。可以看到这已经是一种防御的策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2007年7月，市场形势逼迫我们做了内部的检讨。事实是我们没有帮客户跑赢指数，没有赚到泡沫的钱。

对市场的不理性不是没有认识到。如果要支撑当时的估值水平，就必须有上市公司内在价值的提升。但是短期内依靠上市公司自身的增长恐怕也不够，唯有大规模的价值再造和重估才能让如此高的估值变得合理。我们寄希望于政府能够推动这种价值再造，即大型国有企业的资产注入。如果政府能够迅速地完成大型国企的重组和整体上市，比如鞍钢、攀钢和中国船舶的例子，那么股市还可以涨，6 000到7 000点是可以维持的。

另外一个影响我们判断的因素是开放式基金的持续发行。本来开放式基金代表了监管层认可的投资方向，但是没想到它们却成了价值投机的主力。持续大量地发行股票基金，不但推高了蓝筹股，也使我们误判了政策方向，产生了对价值投机合理性的错觉。现在看来，当时的行为是很幼稚的：市场一方面源源不断地得到子弹，另一方面大国企资产注入的速度却没有跟上，上市公司没有及时做实资产。最后的结果只能是泡沫的破灭。

对资产注入的错误预期和大量股票型基金发行造成的错觉，最终使得我们作出了错误的决定。2007年7月到9月，我们离开了封闭式基金，转而投资整体上市题材，9月以后又开始参与蓝筹股的价值投机，买入了银行股、中海发展、中国平安。

我们的确犯了错误。我不怕没有客户，所以也不怕跟你说。私募需要有检讨，让客户了解我们的成功的同时，也了解我们犯过的错误。对于我们自己来说，吸取过去的教训，今后能做得更好，才能赢得客户的信任。

记者：市场开始快速下跌以后，对公募和私募的考验都很大。你们什么时候开始调整的？

代雪峰：公募基金开始跑的时候，我们没有跑。一是因为对政府加大资产注入和国企重组力度有幻想；二是美股在次贷危机的影响一度缓解后创了新高，我们认为国际经济形势可能没那么糟糕；三是内地宏观经济情况暂时没有受到内外因素的负面影响。

所以在6 000点到4 000点这个过程中，我们没有减持，但是对品种做了调整。在110元钱的位置出掉了中国平安，浦发银行也卖掉了，然后又回到资产重组的品种上面。

但是进入2008年以后，宏观经济的情况越来越不乐观，通胀的问题严重起来，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

石油价格甚至涨到130美元/桶的地步。这些都是我们没有预料到的情况，加上公募基金不但不起到稳定市场的作用，反而也在大量减持，最后我们在3 500点左右卖掉了股票。我们没办法把希望寄托于公募基金不卖股票，依靠它们稳定市场。

如果要总结教训，我想最大的问题在于，我们需要对中国证券市场的特性进行重新的认识。或者说，对于有中国特色证券市场的博弈方式，我们认识不够。

这是一个封闭的市场，定价机制先天缺失平衡机制，发展畸形。一些投资者的玩法，即使不符合一般的市场规律，但是一旦成为主流也会深刻影响到市场的价值体系。基金仍是以国有的公募基金公司为主体，没有实现多元化的投资风格，选股雷同很容易产生蓝筹泡沫。所以我们既无法用国际的标准去给A股一个合理的定价，又面临着泡沫的陷阱。所以在这个市场投资，需要加倍的审慎。

记者：2007年人们津津乐道"珍藏"高价蓝筹，要不断买入它们并且长期持有。但现在回过头来看，是不是也存在需要批判的地方？

代雷峰：2007年10月，有股东从内地来深圳交流。当他提到是否可以长期买入贵州茅台并持有到永远时，我的回答是：任何企业都如人一样，是有生命的。人有生老病死、祸福灾害、兴旺发达，企业也如是。我们很容易接受人不是永生的这个事实，因为我们知道一场车祸或一场非典就可以夺走人的性命，可我们总是以为企业却可以永恒。

我知道，我很难说服他，要知道，这个时刻，有更多的基金经理和专业投资人士正在用他们成功的事例向世人诉说，买入并持有股票，并珍藏，会带来丰厚的投资回报，他们向世人展示自己的成功路径。

这个时期，我一张嘴怎么说得过铺天盖地的"价值投资哲学"呢？尽管我也在谈价值投资，可我深信市面上流行的不是价值投资，而是"价值投机"或"价值欺骗"。

所以，我能够理解这个股东的看法。但我也没法说服他放弃他的想法。很自然，他对贵州茅台进行了投资。我真的很希望贵州茅台能够给投资者带来漂亮业绩，也很希望投资者能在那里找寻到自己的梦。尽管我不会投入一个子儿去享受茅台涨停板带来的幸福。

改变趋势需要积累量变　A股真正企稳不会太快

记者：目前你的基金完全空仓吗？是否在H股有一些配置呢？

代雷峰：没有空仓，但是在现有的仓位中，A股只占到两成，另外八成在香港H

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股。事实上，由于香港有做空工具，我们几次沽空指数反而赚到了钱。

次贷危机爆发后，美股一度创新高，港股在内地居民投资港股的利好下冲到 31 000 点，显然存在很高的泡沫。香港市场是一个成熟的市场，一定会修正这种偏差，并且会很快。2007 年 10 月份，我们在 31 000 点的高位沽空恒生指数，26 000 点左右平仓。随着美股急剧下跌，2008 年 1 月中旬我们第二次沽空，位置是在 25 000 点，于 21 000 点平仓。6 月上旬我们又沽空了一次指数。

对于现在的港股，我还是比较悲观。港股更多体现了国际经济形势，在亚洲地区或有金融危机的背景下，港股难以独善其身。

记者：如何评判 A 股接下来的走势？是否可以说已经到了建仓的时候？

代雪峰：印花税利好出台之后，市场马上涨了 20%，之后又跌回去这么多，表明短期内还是值得警惕。一方面现在的价格对于大小非来说仍然是天价，另一方面基金经理没有信心。

但是我觉得投资者已经可以开始关注机会，我比较看好地产股。这里用到了逆向思维。如果地产公司不能扭转经营局面，那么就意味着整个经济都会很糟，股市也难以改观。加上地产涉及的利益集团很广泛，政府和各方面的力量都会试图保持房地产市场的稳定，避免大起大落。

所以可以关注像保利地产、金地地产这些公司。一方面市场调整有利于优势的地产公司整合资源。另一方面，市场跌幅如此巨大，在极致的悲观情绪中，会有反弹的机会。后市如果继续有暴跌，随时准备入场。另外在 H 股方面，中国平安、中国人寿值得关注。

改变趋势是需要积累量变的，市场真正企稳不会那么快，跨度至少在半年到 1 年的时间。环视全球，中国对通胀的吸收能力强于很多国家。通过增加薪水和提高福利，中国消费者的信心相信会恢复得很快。在科学的财税政策安排下，我们相信政府能够做到这一点，从而最大限度降低通胀的负面影响。

（采访人　蒋　飞）

编辑点评

作为深圳私募中的一员，代雪峰是诚恳的，他对此轮牛熊行情的操作做了充分总结。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2006年牛市初期，代雪峰较多配置了银行股和海运股。2007年1月他感觉到了泡沫，退出银行股，重点放在海运股。到了当年4月份，觉得泡沫很大，他调仓到封闭式基金。可以看到这已经是一种防御的策略。

不过，随后的操作却是深陷了泡沫的诱惑之中。2007年7月，他因为没有帮客户跑赢指数，没有赚到泡沫的钱而做了内部检讨。检讨后，他认为资产注入和大量股票型基金发行将支撑当时的估值水平，股市还可以涨，6000到7000点是可以维持的。

2007年7月到9月，他抛弃封闭式基金，转而投资整体上市题材，9月以后又开始参与蓝筹股的价值投机，买入了银行股、中海发展、中国平安。之后的指数下跌中代雪峰进行了调仓，但并未减持。进入2008年以后，形势出乎代雪峰意料，宏观经济不乐观，通胀问题严重，公募基金大量减持，最后他在3500点左右卖掉了股票。

对于教训，代雪峰认为最大的问题在于，对于有中国特色证券市场的博弈方式，认识不够。这是一个封闭的市场，定价机制先天缺失平衡机制，发展畸形。一些投资者的玩法，即使不符合一般的市场规律，但是一旦成为主流也会深刻影响到市场的价值体系。基金仍是以国有的公募基金公司为主体，没有实现多元化的投资风格，选股雷同很容易产生蓝筹泡沫。我们既无法用国际的标准去给A股一个合理的定价，同时又面临着泡沫的陷阱。所以在这个市场投资，需要加倍的审慎。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

林羿:A股市场正在提供良好的投资机会

林羿股海档案



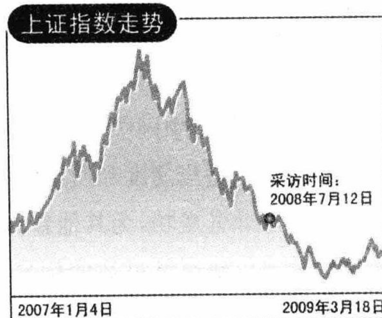
林羿:美国普信集团副总裁

● 现任全球第三大资产管理公司(按公司市值计)——美国普信集团公司副总裁及大中华区业务拓展主管,主要负责普信在中国业务的拓展工作。在加盟普信之前,曾在美国美林公司和林肯金融集团就任高管职务。

● 林羿具有在美国基金业工作17年的丰富经验。目前是中国证监会聘任的QDⅡ产品评审专家;还担任中国人力资源和社会保障部的企业年金基金管理机构资格认定评审专家。

● 曾在美国参议院金融委员会上,就美国证券投资基金和养老金法律的改革为该委员会提供专业证词。此外,他还担任过美国国会金融法改革委员会的特别法律顾问。林羿是美国基金业界协会国际委员会委员。

操作技巧



采访时间:2008年7月12日

● 中国股市与美国股市完全不同。首先,中国的股市远谈不上高效透明,其中有很多投机成分。再次,中国股市的主力军是国有企业,政府的行动对中国股市势必产生很大影响。

● 普信制定了严格的股票出售标准,在手中持有的股票满足出售标准以后,就需要切实出售相关股票。这些出售标准包括:因价格快速上升而接近历史估价的峰值范围;由于公司基本面的修改,分析师认可的收入预测发生变化;开始因特殊原因购买,如建立了新业务或开发了新产品,但后来没有进一步发展;等等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

林羿的名片上印着的头衔，除了“普信集团(T. Rowe Price)副总裁”，还有“大中华区业务拓展主管”。不过，普信集团现在在内地还没有设分支机构，林羿本人则常年在香港、上海、北京、深圳几个地方来回奔波。

约好采访时间时，林羿正以中国人力资源和社会保障部企业年金专家顾问的身份在北京开会。隔着电话线，仍然感觉到林羿对中国经济和中国股市的十足信心，这与内地机构的一片唱衰声形成强烈反差。

在关于油价上涨的原因、油价下半年走势等关键问题的判断上，林羿也表达了与内地基金完全不同的观点。虽然，孰对孰错现在还无从判断，甚至不同的声音或许会让投资者更加困惑，但是，作为成功躲过科技股泡沫和次贷危机两次大灾难的全球第三大资产管理公司(按公司市值计算)，普信集团的观点仍然值得内地投资者重视，也为投资者提供了更多的思路。

林羿说：“我想传递的信息是，如果中国经济会继续走高，股市也会从目前的低迷状态中走出来。”

中国经济基本面将支撑股市上涨

记者：近一年来，通胀成为中国经济的头号问题，也成为机构判断股市走势的重要参考指标。中国政府已经采取了一系列宏观调控措施以缓解通胀压力，但CPI仍然居高不下。你怎样看待当前的中国宏观经济形势？

林羿：我们对中国中长期的经济形势非常看好，对中国政府通过宏观调控来把握经济发展的适当速度和质量的能力充满信心。在过去30年里，中国政府对经济增长的引导非常成功，为其他新兴市场的发展树立了榜样。根据以前的经验，中国政府应该可以继续其过往的优异表现，通过不同的政策和适当的手段更好地调控和促进中国经济中长期的发展。所以我们对中国中长期的经济发展持很乐观的态度。

但是在短期内，一些已经发生的自然灾害会在一定程度上影响经济发展。不过，这些灾害的危害很有限，我们预计中国2008年GDP增长仍然不会低于9%。

记者：上证综指从2007年10月的最高点持续下跌至今，内地的机构投资者，似乎已经从2007年的绝对牛市阵营转到了如今的熊市阵营，对A股市场的判断非常谨慎。你对目前的A股市场有何判断？市场的不确定因素还有哪些？

林羿：我觉得内地一些机构对市场的判断很不成熟。在股市上涨阶段唱十年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

牛市，过于草率，并没有基本面的分析来支持。而目前股市下跌时又把市场看得一片黑暗，毫无希望，也是不合适的。根据我们对中国经济基本面的研究，我们认为中国有一些股票是很好的，即便市场继续下跌，我们也仍然维持这个观点。普信集团的投资并不是一味自下而上，在对个股进行了详实的分析之后，还是要向上分析，看行业和板块，以及国家的整体经济。这又回到我前面说的，我们认为中国的整体经济还是非常健康，中国股市的下跌只是一个迟到的必要的调整，并不预示着经济衰退的即将到来。所以，短期内，中国股市还是会反复震荡，小幅上涨或下跌都是有可能的。但中长期来看，中国的经济基本面将支撑股市上涨。目前，中国股市的下跌已经达到很合理的程度，很多股票已经到了可以买进的时候。已经有相当的外国投资者赞同我们的观点，认为现在A股市场正在提供很好的投资机会。

记者：你觉得中国的证券市场有什么"特色"？这些"特色"对QFⅡ的投资行为会有什么影响？

林羿：的确，中国股市与美国股市完全不同。首先，中国的股市远谈不上高效透明，其中有很多投机成分。再次，中国股市的主力军是国有企业，政府的行动对中国股市势必产生很大影响。事实上，西方研究分析师在如何判断中国政府在股票市场中所起的作用上，也是众说纷纭，各执其词，很难有统一的观点。

因此，QFⅡ在投资中国股市时，就需要对这一特殊情况加强研究和加深理解。我们在分析中国个股的时候，会把分析政府行为放在很重要的位置，这是中国资本市场的特色给国外投资者的一个要求。可以说，不加强对中国政府行为的研究，就不能很成功地运作中国的A股市场。

新兴市场前景好过发达市场

记者：越南面临的挑战日甚一日，已经开始有人猜测谁将是下一个越南。你认为越南金融危机对其邻国会有什么影响？

林羿：越南金融危机对东盟国家金融和经济的影响很有限。东盟其他国家的金融系统是比较健康和坚强的，其对外账户也很健康。

事实上，与越南的金融危机相比，亚洲各国国内的通胀才是更加令人担忧的。目前亚洲各国存在的高通胀问题是减缓亚洲经济增长的主要压力。如果油价继续高攀不下，我认为东盟许多国家的银行会出现坏账并且急剧增加，这对这些国家的银行系统造成更大的破坏，并直接造成亚洲地区经济发展的减缓。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

记者：目前各国股市中，你更看好哪些国家或地区的投资机会？原因是什么？

林羿：总体来说，美国国内市场和全球市场相比，我们更看好全球市场；发达国家市场和新兴市场相比，更看好新兴市场。所以我们的资产配置策略主要是低配美国、超配全球，低配发达国家市场、超配新兴市场。我们不太看好美国、英国和日本。当然新兴市场也不是铁板一块，目前更具有投资价值的是中东、拉美和亚洲部分国家。比如中国，中国股票市场的持续大幅下跌已经造成一些优秀的A股被无情地不合理地打压，已经出现一些好的投资机会。在墨西哥和阿根廷市场上，占有垄断地位的无线电讯行业，有比较深厚的政府背景，不太容易被市场冲垮。另外，我们看好俄罗斯的自然资源和能源行业，以及巴西的矿业。

记者：普信管理约4 000亿美元的资产。请简单介绍一下所管理的资产在全球市场的分布比例。

林羿：我们管理的资产中近80%投资于股票，20%投资于固定收益品种。从地区分布来看，在全球范围内，我们所管理的全部资产有60%强投资于美国本土，40%弱分布于全球其余市场。这与我前面所说的"低配美国、超配全球"并不矛盾，因为我们毕竟是美国的公司，在美国也有很久的投资历史。

就具体的普信全球股票策略的市场分布情况来看，美国约占38.5%，欧洲是20.4%，日本是4.7%，拉美是14%，中东和非洲约为3.8%，亚洲市场除日本以外是10.6%，其中中国(H股)是4.9%。

防范风险需严格卖出纪律

记者：你可以回顾一下2007年全年普信在H股市场上的投资经历吗？

林羿：2007年年初开始，我们开始逐渐加仓，到下半年时就觉得涨得太快，有些不合理的成分，觉得市场可能会出现调整，再加上我们有严格的卖出纪律，于是开始有选择地进行减仓，减仓的主要板块就是中国银行业。但当时内地很多投资者得出许多不合理的飘飘然的结论，在我们减仓的时候，内地的基金还有一部分在加仓。时间证明，我们的做法是正确的。那些被高估的个股风光显尽的时候，必然会回归其真实的价值。2008年以来，市场在持续下跌，我们也一直在观望，最近认为，现在到了可以买进的时候。

记者：内地基金公司都有比较严格的买入纪律，但似乎在卖出方面并没有很严格的纪律或规定。你能详细地介绍一下普信的卖出纪律吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

林羿:普信制定了严格的股票出售标准,在手中持有的股票满足出售标准以后,就需要切实出售相关股票。这些出售标准包括:因价格快速上升而接近历史估价的峰值范围(P/E,DV/EBITDA,P/CF,P/BV,P/S);由于公司基本面的修改,分析师认可的收入预测发生变化;开始因特殊原因购买,如建立了新业务或开发了新产品,但后来没有进一步发展;不再与普信的宏观经济观点相符等。

标准的制定并不复杂,关键是怎样做到严格的执行。事实上,严格的卖出纪律曾经帮助普信成功躲过几次灾难,包括当年的科技股泡沫和 2007 年的次贷危机。普信在科技股泡沫破灭前一年就开始卖出科技股,当时在相当一段时间内受到了美国媒体的嘲笑,但事后证明普信当时的决定是正确的。再如,次贷危机是在 2007 年 7 月份大规模爆发,而早在 2006 年 7 月,普信集团的信贷分析师已经看到了次贷运作的种种不合理,向公司高管提出撤出的建议,高管听从了警告,及时作出决定,基金经理在固定收益投资上也采取了忠告,提前 12 个月就全部撤出次贷投资,所以普信为客户管理的资产中没有受到任何一点次贷危机的影响。

依据初始目标评价内地 QDⅡ得失

记者:内地 QDⅡ基金在经历了短暂的辉煌之后就遭遇了次贷危机的突袭,并因此而备受批评,你如何看待或评价内地 QDⅡ目前的表现以及未来的发展前景?

林羿:我觉得对任何事物的评价都必须根据当时存在的历史情况来分析,在分析时要看到初始制定的目标规划是不是仍然有效。当时内地推出 QDⅡ有三个目的:一是要把一部分资金引出去,减缓人民币升值压力;二是通过 QDⅡ为内地普通投资者提供参与国际证券市场的机会,提供新的资产配置选择;三是要锻炼和培养内地基金业走出国门在全球投资的人员和队伍。

现在要评价 QDⅡ就要根据这三个初始目标来评价。从目前 A 股市场的表现来看,QDⅡ还是有其投资价值,其存在还是必要的。在监管层制定 QDⅡ相关政策的时候,美国次贷危机还没有大规模爆发。所以从推出时机来说,基金公司是不应该遭受批评的。当然,从现有的 QDⅡ基金来说,可能过多地集中投资于香港市场,一些基金经理对香港市场的判断出现了失误,但是我们也不应该对 QDⅡ横加指责。在内地股市逐渐走入成熟和健康时,QDⅡ仍然可以为内地投资者提供很好的资产配置的选择。我非常看好 QDⅡ的发展前景。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

次贷危机将推动美国金融体系重建

记者：美国多位投行高管公开表示，次贷危机已经接近尾声，但也有一些经济学家认为，次贷危机的深层影响才刚刚开始。请问你的观点是怎样的？

林羿：次贷危机的影响有两方面。一方面是对美国股市的影响，另一方面是对美国金融体系和美国经济的影响。应该说，对美国股市的影响最恶劣的阶段已经过去。美国股市是全球最有效率的股市之一，次贷危机对股市的影响已基本被全部反映，当然这并不是说美国股市从此就会开始上涨，但至少最坏的时候已经过去。但次贷危机另一方面的影响还远没有结束，其对金融体系的影响最为深刻和广泛，对其他方面的影响，我们还在严密关注。从目前的数据来看，次贷危机对美国其他领域的影响还比较有限。现在，造成美国经济前景暗淡的主要原因，并不是次贷危机，而是通胀压力。

记者：次贷危机对金融体系的影响主要体现在哪些方面？

林羿：最根本的影响是，美国监管机构对金融体系的态度，包括监管力度和角度，将因此发生很大的转变。美国金融体系的监管采取的方式是被动监管，由市场决定竞争。金融体系的各种法律，都是因为在相关方面出现问题才立法疏导。由于次贷危机的发生，美国现在正在筹建一个新的联邦监管机构，专门负责为美国住房抵押贷款行业设置统一标准。另外，对于一直号称拥有最好的风控体系的美国金融机构来说，次贷危机的发生是很大的嘲笑。目前，美国金融机构的风险体系也正在进行重建，这也是次贷危机对美国金融体系的另一个深远影响。

记者：你认为危机完全消除还需多久？现在美国经济还有哪些亟待解决的难题？

林羿：直到整个金融体制的整改和重建全部完成，走入正轨，重新赢得投资者信赖，这才叫危机完全消除。但这个过程可能需要五年，甚至十年。现在影响美国经济的两大难题是高油价和通胀。我们认为，高油价并不是由于原油供给不足，现在原油供需基本平衡，但国际政治形势动荡，特别是中东政局极不稳定，对原油价格影响很大，此外，美国政府也应该采取更积极的措施控制原油炒作。我们认为原油价格在下半年有下跌的可能。对于美国政府，防止次贷危机引起的经济增长进一步减缓（不是衰退），以及解决高通胀问题，是一个两难。现在美国政府已经将其政策重点从次贷危机转到通胀，所以我们认为美国降息已经到头，未来走向是通过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加息以解决通胀。

记者：次贷危机和美国经济问题将如何影响中国？

林羿：我觉得次贷危机为中国上了重要的一课，中国应该有所警觉，对如何避免类似危机心中有数。美国经济减缓，会使对中国进口的需求有所下降，对中国经济产生有限影响。

（采访人　王艳伟）

编辑点评

林羿对次贷危机的影响明显是看走眼了。

在 2008 年 7 月，雷曼破产前的两个月，林羿判断造成美国经济前景暗淡的主要原因，并不是次贷危机，而是通胀压力。当时油价正好在历史高点 147 美元/桶附近，而次贷危机似乎掩藏得很好。

但随着 9 月雷曼宣布破产，次贷危机迅速演变成金融危机，并对经济产生重要影响。油价迅速回落，至今下跌了 60%，通胀问题也忽然消失了。

足见，次贷问题的复杂性和严重性远远超过当时很多人的预料。也正是从 2008 年的 7 月份开始，欧美股市又开始了新一轮的跳水，杀伤力极强，成为百年来最严重的熊市之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

俞忠华:在暴跌50%以后,市场向上的机会要比以前多很多

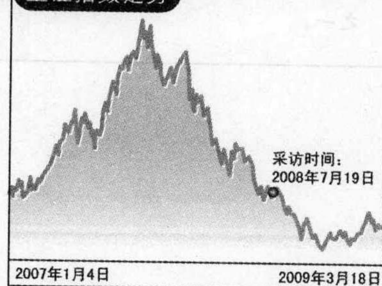
俞忠华股海档案



俞忠华:光大证券股份有限公司资产管理总部总经理

- 光大证券资产管理总部总经理、经济学硕士、CFA(美国注册金融分析师)。
- 拥有15年证券业从业经历,具有包括证券分析、交易、自营、投资银行、直接投资等多方面的工作经验。先后任职于万国证券有限公司、君安证券有限公司、瑞士联合银行(UBS)、美国培基证券公司、霸菱亚洲投资公司等。2005年秋,作为创始合伙人和朋友们一起创立今日资本集团,并作为第一个由中国人创办的独立直接投资公司,成功从国际最优秀的投资机构处募集了今日资本的第一个直接投资基金。2007年4月加盟光大证券。

操作技巧



采访时间:2008年7月19日

- 在投资者机构化的年代里,散户的机会是不多的。因为机构投资者出得起钱,能够请很优秀的团队,专职专业地研究经济中的各种变化,判断其中的危险和机会,个人投资者是很难与这样的专业团队匹敌的。
- 在我看来,做投资的人的心态应该永远是“中性”的,我们努力摆脱任何情绪对投资工作的影响。换句话说,我对未来市场走向既不悲观,也不乐观,我们力求客观,客观地评估潜在的风险,客观地捕捉潜在的收益机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2008年A股市场的大幅度调整，让无数投资者“大跌眼镜”。但在上半年行情结束之后，越来越多的投资者开始反思自己在A股市场的得失，其中也包括众多机构投资者。

日前，记者对光大证券股份有限公司资产管理总部总经理俞忠华进行了采访，希望能从这位专业投资机构人士的看法中，寻求一条在下半年行情中简明取胜的道路。

具有CFA资格的俞忠华目前主持光大证券股份有限公司旗下的“光大阳光系列”券商集合理财计划的日常工作。在海外机构供职多年的他，对于A股市场行情走向、估值以及操作策略提出了自己的观点。

优质个股上涨机会大增

记者：目前不少机构投资者认为A股市场的估值已经有相当吸引力了，市场继续下跌的空间并不大。对于当前的市场，你是如何看待的？在你看来，现在的股票市场已经跌到位了吗？

俞忠华：我想，在讨论市场之前，投资者首先要对整个经济金融的格局有一个比较清醒的认识。就投资者的财富而言，现在一个非常重要的影响因素是通货膨胀，通货膨胀在削减财富的购买力。前期，政府刚刚调整了成品油的价格，但对炼油企业来说，这样幅度的调整还是只能减轻它们炼油业务的亏损程度，不能保证它们的盈利水平，和国际市场的石油价格相比，油价可能还需要有20%～30%的向上调整。而且，政府的补贴政策已经在相当程度上减弱了生产者价格指数(PPI)对消费者价格指数(CPI)的直接冲击。能源是价格调整的一部分，另外一部分价格调整的压力来自食品，国内的粮食价格也不可能长久地和国际粮食价格脱节。因此，在接下来的一段时间里面，通货膨胀是每一个投资者必须认真应对的挑战。

而做好投资是应对通货膨胀的一个有效办法。

我目前并不认为市场已经没有了再度下跌的空间。但是，从投资的角度来说，当上证指数在6 000多点的时候，投资者面对的主要风险是市场下跌的风险；而在市场下跌了50%多以后，在目前的点位上，市场向上的机会，特别是有些优质股票的价格向上修正的机会要比以前多很多。

记者：不过，现在投资者持股心态还是不稳，对此，你是如何理解的？

俞忠华：应该承认，目前大家对股市的信心还比较脆弱。不过，我想要指出的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是，即使现在开始到年底A股市场的指数基本不上涨，也就是说大盘基本在“原地”打转，到2008年年底还是会有很多个股出现50%以上的涨幅。也就是说，即使大盘表现不好，个股机会还是比较多。对此投资者要有清醒认识。事实上，即使在2008年上半年大盘下跌极为惨烈的行情中，部分个股还是有不弱的表现。

记者：如何具体理解“大盘不行，个股行”呢？

俞忠华：当投资者对于经济基本面的预期产生重大调整的时候，股票市场会作重大调整，并重新找到一个新的“均衡位置”。此后，个股将出现明显的分化走势，基本面差而价格还没有调整到位的公司股票在震荡之后还是会下跌，而那些基本面好而价格超跌的公司股票则会向上调整。比如，7月8日那天我认真检查了我们仓内的股票，注意到在此前的14个交易日里，上证指数上涨了2.4%，沪深300指数上涨了4.6%，而康恩贝、中粮屯河等股票已经从其最近的最低点上涨了约35%，百联股份、五粮液、燕京啤酒等都已经从其历史低点上涨了25%以上。这些个股的上涨为我们集合理财产品的投资者提供了很好的收益机会。

以投资对抗通胀

记者：根据你的描述，在2008年接下来的时间里，你是否还是不看好大盘走势？就市场层面而言，你现在最为担心的因素有哪些？

俞忠华：我上面关于“轻指数、重个股”的看法并不是说我不看好未来大盘，而是说，即使我们相当悲观，比如从现在起，我们判定到年底的指数上涨幅度是“零涨幅”，我们在市场之中还是有相当多的投资机会。其实，从本轮市场上涨行情中可以发现，已经有一大批股票有了很不错的涨幅，这也在一定程度上印证了我们原先的观点。

不过，对于机构投资者来说，清醒认识当前市场所面临的诸多难题也是十分有必要的。毕竟，在目前这个时点上，股票市场的不确定因素太多，比如通货膨胀、美国次贷危机。但是，当大盘一步步跌到大家逐渐能够看清市场“底部”的时候，市场的人气会逐渐恢复的。我本人最担心的是未来的通货膨胀问题，解决这一难题并非一日之功。

记者：正如你所说，目前股市的基本面存在着众多不确定性因素，那么，在这种复杂的环境下，作为个人投资者来说，是否一定要进行股票投资？

俞忠华：投资是对抗通货膨胀的一个比较有效的手段。如果不作投资，而只是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持有货币，那么财富的购买力会被逐步蚕食掉。另外，和其他金融投资品种相比，长期的历史数据表明，股票投资的收益率要高于债券和货币市场产品。因此，对于财富的拥有者来说，投资是一定的。现在的关键问题是到底自己来作投资还是让专家来理财。在单边上涨的市场情况下，如 2006 年和 2007 年 10 月之前的市场，个人投资还有赚钱的机会。但从 2007 年 10 月起，很多散户都损失惨重。而面对接下来动荡的局面，机构理财、专家理财的优势要大很多。

记者：对于 2008 年股票市场出现的大幅度下跌，不少投资者将其归纳为“大小非”解禁问题。对于“大小非”解禁的问题，你是如何看待的？市场将会出现怎样的变化？

俞忠华：“大小非”的解禁解决了资本市场人为的割裂问题，使得通过资本市场来有效配置资本成为可能，从长期来讲，对中国的经济发展来说，是一件好事。“大小非”解禁的一个结果是中国的资本市场规模更大，个别资金操纵市场的空间越来越小，其结果是，股市短期内单向波动的机会和幅度多会减小，个股的选择越来越重要。在“大小非”日益解禁的时代，对个人投资者来说，选择好的资产管理人比选择好的股票更加重要了。

在市场“机构化”的年代里，散户的机会是不多的

记者：你如何判断机构投资者在当前股票市场之中所产生的作用和影响？

俞忠华：我认为，在过去的三年里，中国证券市场发生了很多重要的变化，其中有一个绝对不能轻视的变化，就是这个市场的“机构化”，其结果是整个市场的效率大大提高，当机构投资者达成对于未来的一致预期的时候，市场的调整会非常迅速，因此，在过去的 8 个月里，我们见证了市场的深幅调整。在下跌的过程中，很多散户曾经等过反弹，其结果只是被套得更深。在投资者机构化的年代里，散户的机会是不多的。因为机构投资者出得起钱，能够请很优秀的团队，专职专业地研究经济中的各种变化，判断其中的危险和机会，个人投资者是很难与这样的专业团队匹敌的。

记者：目前你们管理多大规模的投资组合？很多投资者信奉投资股票需要分散风险的理念，你们的投资团队通常情况下在做投资股票时采取怎样的策略呢？

俞忠华：我们目前管理的资产规模还少于 100 亿元，由一支非常好的投资研究团队进行管理。通常情况下，我们要求我们的投研团队实行“5＋1”的原则，也就是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每个投研经理精心研究 5 只固定的股票，对这 5 只股票一定要研究到了如指掌，然后再研究另外 1 只股票，这个股票相对不固定，并随时作为各自的研究组合里的“替补”。对一个资产组合来讲，30 只到 40 只股票也就足够了。

记者：你在选择投资团队中的投资经理时有哪些要求？你对哪种性格的专业人员有所偏好？

俞忠华：在我看来，一名好的投资经理需要具备多方面的素质，概括而言，知识、能力和人品。良好的知识结构和教育背景很重要，因为这为以后的成长提供了一个很好的基础。当然好的基金经理还应该比较聪明，能够对某些社会因素的变化作出敏捷的反应和锐利的判断。诚实和坦诚也很重要，投资这件事情容不下半点虚假，诚实的品性和坦诚的风格将让一个好的基金经理飞得更高、走得更远。假如已经积累了一定的投资功底当然更好，如果没有，我们部门也可以为他们创造这样的机会。

记者：就你个人经验而言，你一般看好哪些投资类别？

俞忠华：我觉得投资类别是需要根据实际情况经常作出调整的。综合而言，我们的投资团队看好的是优秀的公司和便宜的价格，两者不可缺一。中国 A 股市场有众多的上市公司。在这么多的上市公司中，作为专业的机构投资者，我们总能发现一些比较好的投资对象。

记者：你们如何选择你们的客户？

俞忠华：股票投资的风险本来就比较大，因此，对我们来说，选择合适的客户和做好投资同样重要。我们认真设计我们的客户调查表，了解他们的财务水平、投资偏好以及风险承受能力，并认真向他们揭示投资我们的产品可能出现的风险。我们把我们的产品卖给那些适合购买我们产品的客户，这些客户给我们以信任，而我们努力工作争取回报给客户一个理想的收益水平。

投资心态应力求保持“中性”

记者：你个人在看待股票市场时似乎更多地是从宏观角度来看问题，在你看来，你对未来一段时间里的投资主要持乐观还是比较悲观的态度？

俞忠华：在我看来，做投资的人的心态应该永远是“中性”的，我们努力摆脱任何情绪对投资工作的影响。换句话说，我对未来市场走向既不悲观，也不乐观，我们力求客观，客观地评估潜在的风险，客观地捕捉潜在的收益机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

记者:从机构的层面来讲,作为券商这一有别于其他类型的机构投资者,会否关注其他机构投资者的做法,比如公募基金?

俞忠华:我觉得,公募基金的发展对我们券商集合理财机构的最大影响就是股票市场的"机构化",市场"机构化"所带来的一个重要后果是:市场变得更有效,让市场更快地到达一个合理的价格。另外,我们很少去分析某一家基金公司的具体运作,很少关心他们具体买卖什么品种。对于我们来说,我们更专注于做好我们自己的事情,努力做得好一点,做得更好一点。

记者:在 2007 年的大牛市行情中,公募基金的规模得到了空前扩张。与之相伴的则是百姓理财意识的觉醒和中国理财市场的高速发展,在 2008 年的调整市过后,理财市场还有那么大的发展空间吗?

俞忠华:我个人认为中国的理财市场还处于刚刚起步的阶段。用一年、半年的时间或者视野来看中国的理财市场,那未免太短视。如果我们用 10～15 年的时间跨度来看这个市场,10 年之后,和今日相比,我想中国的理财市场和资产管理规模将有数量级的飞跃。

(采访人　谢潞锦)

编辑点评

当市场的整体跌幅超过 50%时,确实很多人开始以为市场快见底了。

俞忠华当时也认为市场机会增多了,"即使我们相当悲观,比如从现在起,我们判定到年底的指数上涨幅度是'零涨幅',我们在市场之中还是有相当多的投资机会。"他将零涨幅视为相当悲观的预测。

不过,俞忠华更强调的是"轻指数、重个股"。事实上,指数在跌破 3000 点之后,还可以继续下跌超过 40%。这确实是市场始料不及的。另一方面,在 2008 年末,不少个股在创出新低后,也的确开始活跃,甚至走出翻倍行情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

黄齐元:大陆投资者可三种方式直通台股

黄齐元股海档案

● 现任台湾宝来金融集团(Polaris Financial Group)副总裁。

● 曾任商汉宇资本(亚洲)(GC Capital)总裁;美商中经合创投(WI Harper)副董事长兼总经理;里昂证券(亚洲)(CLSA)董事及大中华地区投资银行部总经理;怡富证券(Jardine Fleming)投资银行部台湾区主管;美国摩根大通银行纽约总部国际债券部经理。美国斯坦福大学MBA。

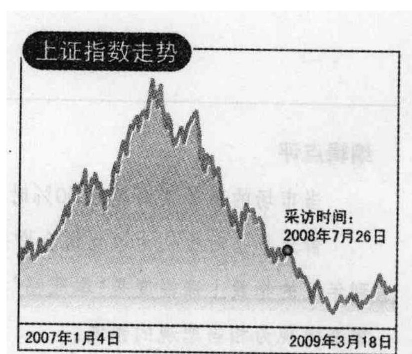


黄齐元:台湾宝来金融集团副总裁

操作技巧

● 第一个要做到全球的投资,第二个要做到资产的合理配置。股民都应该朝这个方向发展,但是自己来做也许会有难度,这种情况下,你就可以请专业人员来帮你进行财富管理。

● 作为个人投资者,控制投资风险意味着,你一定要确定自己了解这个产品到底是什么东西,联系的是什么标的。像现在某些银行,会出售一些针对个人投资者的信托产品,联系的标的都是境外很多高风险的产品。如果你在没有充分了解的情况下,购买了这样的产品,一下子就会亏掉很多资金。



采访时间:2008年7月26日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

两岸金融市场开放的步伐正逐步加快。

2008 年 6 月 26 日，台湾宣布第一批两岸金融松绑政策，包括取消外资需出具资金非来自大陆地区的声明规定、开放台港 ETF(交易型开放式指数基金)相互挂牌、开放香港交易所挂牌企业赴台第二上市(柜)、放宽基金投资涉及大陆股票的投资限制、开放赴大陆投资证券期货业等等。

6 月 30 日起，台湾开始受理岛内金融机构及外币收兑处申办人民币兑换业务，任何自然人都可以兑换人民币，每人每次不得超过人民币 2 万元。

7 月 3 日，台湾将当地基金投资大陆股市的比例，由现行 0.4%放宽为 10%；并且取消现行的台湾投资者投资 H 股、红筹股比例不得超过 10%的限制。

日前，记者对台湾宝来金融集团副总裁黄齐元进行了采访，从他的讲述当中，我们可以了解到两岸金融政策松绑以后，对于两岸的投资者来说，会有哪些新的机遇和挑战。

黄齐元具有 20 年的投资银行经验，目前在宝来金融集团主要负责拓展大陆、香港、台湾的投资银行业务。

台股观光旅游业、零售百货业值得关注

记者：近日台湾公布了多项有利两岸互动的金融政策，你如何看待这些政策对大陆资金投资台湾的影响？

黄齐元：从金融政策来说，第一个就是开放台港的 ETF。台湾的 ETF 将挂牌到香港和新加坡市场。这就意味着大陆的 QDⅡ(合格境内机构投资者)若想投资台湾，就可以直接买这两个 ETF。

第二个就是松绑大陆资金投资台湾的比例。这对大陆投资者是一个非常正面的鼓励，意味着在台湾的投资可以有更多的主导权。对台湾来说，这些新的资金将给经济带来更多活力。

第三个是过去岛外基金在台湾销售，会限定投资人不能有大陆背景的公司，投资对象不能有 H 股、红筹股，现在也取消了这个限制。这个变化使大陆金融机构或企业可以参与到台湾的金融市场当中。

记者：目前大陆投资者有哪些可以投资台湾市场的方式？

黄齐元：大陆投资者如果现在投资台湾，主要有三个方式可以选择。第一个是最快的，就是去台湾证券公司在香港的分支机构开户，然后通过这些证券公司，买

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卖台湾的股票。当然这有一个前提，就是你已经在香港有合法的资金。第二个，你可以去购买在香港设立的投资台湾的共同基金。第三个选择需投资者再等待一段时间，就是我们即将在香港挂牌的台湾 ETF。不过这部分主要针对的是机构投资者，如大陆的 QDⅡ。大陆个人投资者可以通过购买这些 QDⅡ来参与台湾市场的投资。

记者：随着两岸政策松绑以及其他配套措施的落实，在台湾会有哪些新的投资机会值得关注？

黄齐元：我们对台湾的市场有乐观的看法。2008 年，台湾的市场算是亚太地区跌幅最小的市场。在 A 股和港股表现不佳的情况下，投资的亮点就在台湾。我觉得假如这些政策梳理好，就像一盘盘好菜端上来，每道菜端上来对台湾市场都是一剂强心针，相信市场的走向会越来越好。

我们也知道，7 月 4 日，两岸直航正式启动，也就是说，现在大陆观光客可以直飞台湾旅游了。所以，台湾的观光旅游、房地产、零售百货企业将会受益，在做投资决策时可以重点关注这几个板块。

另外，政策解冻后，大陆资金将会陆续进入台湾，这对台湾的整体经济有一个促进作用，相信投资的机会会慢慢涌现出来。

A 股短期较难出现大幅上涨行情

记者：你经历过台湾股市 20 世纪 90 年代初的暴跌，请问你对那段历史有何总结？对现在的 A 股市场面临的状况有何启发？

黄齐元：我不是股市专家，主要谈谈几点体会。台湾股市在 1990 年因为金融股受到市场热捧，点数冲上了 10000 点，不少股票市盈率达到 100 倍以上，积累了巨大的泡沫。随后因为增加印花税等调控政策的出台，市场出现恐慌情绪，在大量的抛售下导致了市场的崩盘，最大跌幅超过了七成以上。后来，据我观察，台湾股市经历了 5 年时间才真正走出低谷。而起到作用的，我认为可以总结为三点：

第一，上市公司结构的改善。在 1990 年以前，台湾股市以金融股为主，板块的单一造成了一旦金融股受热捧，就是整个市场也疯狂向上，进入不健康发展的轨道。后来台湾在 1992、1993 年推出了不少高科技类股票，改善了上市公司结构。目前台湾股市市值排名前十位的公司有不少高科技股。这种上市资源的结构改变使市场变得更加稳定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二，投资者结构的改善。台湾股市在 20 世纪 90 年代初与大陆股市相似，也是以散户为主的市场。在 1993 年以前，台湾只有 10 家基金公司，机构投资者的主导权并不突出。因此市场跟风情绪浓厚，在上涨时一窝蜂买，下跌时一窝蜂卖，且喜欢听消息，不注意基本面，不注意价值投资，因此出现了较大的泡沫以及随后泡沫破裂带来的灾难。

1993 年以后，台湾鼓励发展机构投资者，很快又建立了 10 多家基金公司，大大改善了投资者结构，使市场的投资风格渐渐关注公司基本面。大概到 1995 年，机构投资者的主导话语权开始体现，其相对稳健的投资风格使市场更加理性。

第三，引入境外投资者。台湾在 1991 年后扩大了金融市场的开放度，境外资金开始渐渐进入台湾股市。这也带来了市场投资结构与风格的转变，增添了新鲜血液，使经历了暴跌的市场慢慢走出低谷。

对于目前大陆 A 股市场，也需要在这三方面加强工作，加快上市公司、投资者结构等的完善，扩大开放程度，才能使 A 股市场有一个更加健康的发展基础。而由于目前央行仍然采取从紧的货币政策，从短期看，大陆 A 股市场较难出现大幅上涨行情。

“中富”、“小富”也可进行全球资产配置

记者：目前大陆投资者的投资范围往往还局限在 A 股市场，随着市场的逐渐开放，你觉得应该如何配置投资组合？

黄齐元：我们看证券市场是否成熟，就是要看一个市场的股民，他们的全球资产分散是怎么样的。

台湾的投资者实际上是十分国际化的。他的投资组合中，三分之一的资金一般是放在境外的。当然其中的理由也包括在过去 8 年之中，台湾的税负特别重，这使很多台湾投资者被迫把目光转向境外。但在这个过程中，也培养出来台湾投资者一种全球投资的意识。

大陆投资者目前因为种种原因，还没有得以实现资产的全球配置。但我相信，未来大陆投资者肯定也会将一部分钱放在境外，降低自己投资组合的风险。虽然说货币可以流动，今天货币走强你就汇进来，明天走弱又汇出去，但是货币管理当局一定是不允许你这样做的。所以你可以把你的资产分成许多块，比方三分之一放在香港，三分之二放在内地。这主要是为了避免货币之间的汇兑风险和不同国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家或者地区的局部风险。

总结起来就是，第一个要做到全球的投资，第二个要做到资产的合理配置。股民都应该朝这个方向发展，但是自己来做也许会有难度，这种情况下，你就可以请专业人员来帮你进行财富管理。

记者：你认为应该怎样面对人们喜欢自己管钱，不喜欢交给别人打理这个问题？

黄齐元：的确，真正走向财富管理是有很多困难的。但关键在于我们这些专业机构可以提供给个人投资者怎样的服务。

一方面我们可以帮个人投资者解决很多问题，比方你想投资台湾，我们可以提供服务，免去你自己研究各种政策、办理各种手续的麻烦。另一方面，我们是给客户提供完整的解决方案，而不是简单地推销产品，不是简单地帮客人下单买卖。

在台湾，证券公司很多，竞争十分激烈，因而在财富管理这方面有很多经验。并且我们的客户比较大众化，相对门槛比较低，比如花旗在台湾的财富管理门槛是个人资产 100 万美元，我们 25 万美元就可以做。不是只有大富翁才能做到全球资产配置，“中富”、“小富”也可以做到，我们可以帮你实现。

记者：当越来越多的大陆资金“走出去”的时候，会面对很多不熟悉的金融产品，比如会涉及到一些复杂的金融衍生品。那么怎么去控制这种境外投资的风险？

黄齐元：投资境外，这当然会包含很大的风险，但同时也是一个投资机会，我们还是要从正面的角度去看待境外投资。风险是可以控制的。而投资衍生品最重要的就是风险控制。

作为个人投资者，控制投资风险意味着，你一定要确定自己了解这个产品到底是什么东西，联系的是什么标的。像现在某些银行，会出售一些针对个人投资者的信托产品，联系的标的都是境外很多高风险的产品。如果你在没有充分了解的情况下，购买了这样的产品，一下子就会亏掉很多资金。

别把股指期货当作救市灵丹

记者：在大陆市场，关于股指期货即将推出的传闻不断。你怎么看待股指期货推出的影响？

黄齐元：股指期货的推出，从国际市场的经验来看，的确对股市的健康发展有正面作用。因为有了股指期货以后，下跌的时候投资者可以卖空，不卖股票也可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赚钱。这样投资者就不会急着去卖现股，理论上是这样解释的。不过假如把股指期货当作一个救市的万灵丹，这个观点就太绝对了。

记者：现在股指期货迟迟没有推出，你感觉在正式推出前应该重视哪方面的工作？

黄齐元：我觉得最重要的还是投资者的教育。我觉得大家都忽略了这点，只是做产品端的工作，就是一味地讲股指期货如何如何，现在配套的政策基本上都成形了，但是对投资者的教育还比较滞后。

尽管大陆的股指期货可能会有一个门槛，比如 100 万元，但相信还是有很多人不知道它是什么东西就跑去弄。像大陆搞权证的，很多人都不知道权证是一个什么东西，就去炒作。所以权证到现在也没有发展成一个大的市场，只是一个小众的、不知其为何的市场。

我们在推出一个新的金融产品前，就不断地开研讨会，训练交易员。在投资者当中开许多小型的座谈会。你要把最复杂的工具变成最容易懂的语言，介绍给普通的投资者。这样普通的投资者才会真正的理解。而且我们还办很多模拟交易竞赛，吸引了许多高中生、大学生也来参加，游戏时候这些初出茅庐的人甚至会得到第一名，打败那些老手。而大陆只是创造一个话题，在媒体上聊了很多，但是没有深入地贴近投资者介绍这些新产品。

记者：假如股指期货推出，你们会参与吗？

黄齐元：我们当然会参与，股指期货将是一个很好的投资机会。我们一直看好大陆的期货市场，在两岸政策松绑以前，我们就已经开始寻找有合作意愿的期货公司。

新政策给台湾金融业带来新市场

记者：对台湾的投资者来说，新的政策会带来什么变化？

黄齐元：新政策允许台湾的证券机构参股大陆的证券机构，就是说无论基金公司、期货公司还是证券公司，将来都可以实现参股合作。大陆市场规模很大，任何一家台湾机构如果有机会参与，都不会错过这块大的蛋糕。

还有，新政策将台湾基金投资大陆股市的资金比例上限标准，由现行的 0.4% 扩大为 10%，同时完全取消台湾基金投资香港红筹股与 H 股的限制。这也给台湾的投资者带来了许多新的投资选择。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此外，过去台湾公司投资大陆有一个40%的限制，就是说上市公司只能拿出净值的40%来投资大陆，这个比例有可能会提高到50%～60%。这项政策不仅使台湾的企业有更多的资金来壮大在大陆的投资，而且也是台湾当局对赴大陆投资的一种支持性的表态，台湾企业不会再有束手束脚的顾忌。

记者：那具体地讲，两岸金融市场逐步开放会给台湾金融机构带来哪些新的增长点？

黄齐元：我是做投资银行的，所以我主要说一下这方面的变化。台湾的企业过去已经在大陆发展到了相当的规模，但是台湾的金融机构从来没能进入大陆或者香港市场帮助企业融资等，或对台湾的企业做一个配套服务。现在政策改变，就有了一个新的机会。

当然，也会有大陆的企业想要到台湾去发展，比方说，它很有兴趣在台湾建厂或者是并购一些同行业的公司。但是台湾有哪些股票，并购什么企业，你了解吗？谁来协助你？怎样设计架构？这都是我们新的业务切入点。

两岸金融机构各具优势

记者：能不能给我们简单介绍一下台湾地区各种金融机构的发展状况？

黄齐元：台湾是一个金融机构高度竞争的地方。有多么"高度"竞争，我可以给你几个数字：2 300万人的地区，有40家银行，证券公司有100家，基金管理公司40家，保险公司大概有20家，金控公司有14家。

记者：在这种高度竞争中，怎么样才能让自己脱颖而出？

黄齐元：以我们证券行业为例。因为证券公司开得多，所以证券公司都使出浑身解数来拉拢客户。台湾的客户不管是机构还是个人，都是被证券公司宠坏的。你要做很多免费的服务来讨好客户，你必须用非常贴心的服务，非常创新的工具，才可能让客户到你的公司来接受服务。

同时，我们是给客户提供许多额外的增值服务，比如人生退休规划，让你有一个清晰的人生远景，增加了生活的安全感和保障度。另外我们会提供跨地域、跨领域的投资产品。

记者：你认为大陆的金融机构优劣势各是什么？

黄齐元：我觉得大陆投资银行的水平是远远超过台湾的。因为大陆有很多优秀的大型企业，在做这些大的项目过程中，会学习到很多不同的经验。同时大陆的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

项目也非常多，这在台湾是不可想象的。在这一块，我们台湾的金融机构还有很多需要学习的地方。

但是大陆跟台湾证券公司相比，也有它的不足。主要是四个方面：第一，大陆金融机构在对产品的市场营销经验是不足的。在台湾，我们是完全去讨好客户。而 2007 年 A 股那么好，开个户还需要排队，还需要托人情，在这种情况下，很难会想到服务这一块；第二，大陆的产品创新有待进一步提高；第三，大陆的金融机构很少有员工做 IT 方面的研究发展；第四，就是投资方面的风险控制。

（采访人　江　南）

编辑点评

两岸金融开放步伐的加快，为投资者提供了有一个可能的投资渠道。

黄齐元则为投资者详细介绍了大陆居民投资台湾的渠道，台湾资本市场的现状及在台湾投资的经验。

台湾的投资者实际上是十分国际化的。他们的投资组合中，三分之一的资金一般是放在境外的。大陆投资者目前因为种种原因，还没有得以实现资产的全球配置。但黄齐元相信，未来大陆投资者肯定也会将一部分钱放在境外，降低自己投资组合的风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

步国旬:未来一两年内,投资者可能都要经历熊市

步国旬股海档案

● 清华大学工商管理硕士,律师,高级经济师,1992年起参加资本市场建设,长期担任证券公司高管。

● 现任南京证券有限责任公司董事、总裁。



步国旬:南京证券有限责任公司总裁

操作技巧

● 投资者不能因为短期走势的波动就对市场丧失信心,就否定市场,否定A股市场实际上就是否定了中国的企业发展。中国经济是健康、快速、稳健的,在这样的背景下所诞生的中国上市公司,总体上还是值得肯定的。

● 目前市场上的券商理财产品相对不多,投资者选择券商理财产品时,不仅要关心收益率水平,还要关注本金的安全。投资者在购买理财产品前首先要考察推出理财产品券商的过去发展历史,以及投资风格。



采访时间:2008年8月2日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作为资产规模超过130个亿的南京证券的掌门人，步国旬和他的经营团队领导着这家券商在2008年上半年实现利润5.5亿元，现正努力向上市的道路迈进。

对于上证指数2007年10月16日以来的大跌，步国旬有着自己独特的看法和见解。

券商当然希望股指期货和融资融券业务尽快推出

记者：股指期货和融资融券业务虽然迟迟没有推出，但一直被市场视为利好，你认为它们推出后将对市场、券商会有什么影响？

步国旬：券商当然希望这些业务尽快推出，但是监管层综合考虑各种因素，目前没有推出这两项业务也是正确的。融资融券推出后，能够增加证券公司业务量，同时能够带来比较大的利息收入，而且几乎没有风险，因为证券公司提供融资融券给客户，必须对客户有很深的了解，市场风险主要不是由证券公司承担。

中国目前还没有做空的机制，未来股指期货一旦推出，一方面可以让自营业务锁定风险，增强券商的盈利能力，另一方面可以增加业务量，增加新的收入来源。单纯就市场而言，从国外经验来看，股指期货和融资融券业务的推出都不会改变市场总体运行方向，只会带来短期的波动。即使暂时只推出融资不推出融券，也不太可能改变市场趋势，因为融资的规模相对于整个市场市值而言仍然微不足道。市场是否会反转，主要还是要看宏观经济的环境。

股指期货和融资融券的推出，意味着中国证券市场的投资品种将一改以往单一的局面，券商的盈利模式将会得到改善。

记者：A股市场从高位回落跌幅将近60%，已成为2008年全球跌幅最大的市场，你如何看待市场今后一段时期的走势？

步国旬：尽管美国经济衰退的确认标准是连续两个季度GDP增长率为负，但是2008年3月份的时候我就认为美国经济已经进入衰退。美国的经济衰退对中国的影响很大，虽然经过三十年的改革开放，中国已经积累了大量财富，自身实力也大大增强，可以靠自身实力克服内部出现的诸如地震、雪灾等因素带来的影响，但是对于高油价等问题，则需要依靠国际力量，这是导致本轮市场调整的重要因素之一。

未来的一两年内，投资者可能都要经历“熊市”。不过市场不会出现像前9个月那样的暴跌，但也难以重现之前暴涨的局面。市场的波动是正常的，就市场而言，上涨和下跌都可能会反应过度，但随后会逐步回到正常水平。

投资者不能因为短期走势的波动就对市场丧失信心，就否定市场，否定A股市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场实际上就是否定了中国的企业发展。中国经济是健康、快速、稳健的，在这样的背景下所诞生的中国上市公司，总体上还是值得肯定的。尽管在中国证券市场18年的发展过程中，有些上市公司存在着这样那样的不规范行为，但是瑕不掩瑜，更多上市公司的规范运作程度和盈利能力都在显著提高。所以，A股市场长期来看仍然具有投资价值。

记者：上证指数跌破3000点之后，关于A股市场估值的讨论便多起来，不少人认为和海外主要市场相比，A股在目前点位的估值水平已趋合理，很多个股都具有了投资价值，你认为呢？在现阶段该如何选择股票？

步国旬：市场经过前期的大幅杀跌，泥沙俱下，不少股票在本轮调整中遭到了错杀，尽管有些股票由于种种原因估值仍略显偏高，但总体来看，正负相抵，市场整体估值已经进入了相对合理的区间。可以说，无论是与海外市场相比，还是结合中国企业的实际发展情况，目前的估值都可谓基本合理。

市场未来下跌的可能性是存在的，但已不会再出现大幅回落。中国的宏观经济虽然面临不确定因素的影响，但总体上仍然健康，流动性依然比较充沛。此外，熊市中也会出现反弹行情。我认为下一个阶段的“熊市”是指市场可能会反弹、回落、再反弹，呈现横盘震荡整理的态势，但其中不乏一些投资机会。

如果市场信心有所恢复，投资者在反弹中应当选择已超跌、质地优良的股票，有可能获得较好收益。题材股有可能获得高收益，但是充满了不确定性，相对于获得的收益而言风险较大。

连续18年盈利背后：熊市中严格控制自营规模

记者：据了解南京证券连续18年保持盈利，你们是如何做到这点的？

步国旬：过去熊市中有很多券商遭遇倒闭的厄运，其根本性原因并非是熊市，而是各种违法、违规行为导致的，券商盲目扩张规模、盲目追求高额利润放大了风险。南京证券连续18年盈利的根本是稳健规范的企业文化。良好的信誉使我们在社会上获取资金的成本远低于其他企业，5%的年息就可以拿到，而南京的金融机构现金流非常的充沛。最典型的例子是20世纪90年代新股申购时，只要有南京军团参与，收益率和中签率就会下降很多。

2001～2005年熊市期间，也有客户希望委托我们理财，对此，我们的决策是非常谨慎的。首先，我们进行了风险测试，拿出3000万元试水，由于缺少避险工具加

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之投资品种有限，结果操作了6个月后就亏了300万元。我们感到，规模小也许影响不大，但是如果规模做到30个亿，可能就会给自身带来巨大风险，而且这其中还没有考虑到跌幅可能远远不止10%。于是果断决策，暂时不做保底委托理财业务，从而使我们有效地规避了风险。

另外，我们从来不去坐庄，更不去挪用客户保证金。在熊市中公司严格控制自营规模，从而把风险降到了最低。

记者：在2007年11月以来A股市场的大跌中，南京证券的自营情况如何？

步国旬：公司2008年没有给自营部门下达任何盈利指标，因为我们感觉市场可能会发生巨幅调整，在这种情况下如果硬性下达指标，一定适得其反。公司要求自营部门用熊市思维操作。结果是令人满意的，2008年一季度，南京证券自营规模有4个亿左右，虽然A股出现较大幅度的下跌，但自营部门仍实现盈利1亿元左右。春节后公司召开投资决策会议，初步认定市场已经进入熊市，因此进入3月份就选择了清仓。现在自营规模只有3 000万元，并且配置的大多是开放式基金，因而对南京证券2008年整体业绩的影响已经很小。

自营部门目前的主要任务是通过这部分资金保持对市场的熟悉，但重心已转向培养人才。目前我们加大了金融衍生产品交易和风险管理人才的选拔和培养，等待机会，伺机出击。2007年，公司获得创设权证资格，并创设南航认估权证，这项收入在总收入中占了10%，比重不大。

2008年以来部分券商对市场判断出现失误，导致了仓位比较重，由此产生了严重的自营业务亏损。一般情况下，自营业务规模在券商资产中占据了较大比例，如果以赌博的心态参与，可能最终会对公司业绩产生很大影响。所以即使在牛市中，我们也会保持一定程度的谨慎。

记者：南京证券正在准备上市，这主要是基于哪方面的考虑？

步国旬：近年来，鼓励符合条件的券商上市，一直是监管部门的政策重点。2006年以来，国内已有一些券商通过上市做大做强，一部分券商通过借壳上了市，还有部分券商正在积极寻求IPO上市。券商纷纷谋求上市，一方面是适应以净资本为核心的监管模式，根据监管部门最新出台的券商风控指标管理办法，券商只有在净资本规模跟得上的条件下才能拓展新业务，没有足够的净资本，未来所能够从事的业务范围就会受到严重制约，而上市是迅速提高净资本的捷径；另一方面，随着国内资本市场不断开放，券商所面临的竞争环境由国内转向国际，资本规模是抵

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

御风险、提升竞争能力的基础，通过上市可以迅速壮大公司的规模和实力。

为了突破净资本对创新业务的束缚，南京证券正在进行新一轮的增资扩股工作，届时公司资本金将增至17亿元以上，净资本达30亿元以上。不过即便如此，与国内同行相比，南京证券的资本实力和资产规模仍显偏小，无论是净资产还是净资本，与位居前列的券商仍有较大差距。因此，南京证券将会在完成新一轮增资扩股的基础上，积极推进上市工作，这对我们的未来发展非常重要。通过上市能够壮大公司的资本规模，改善公司的盈利模式，实现企业自身的良性循环。同时，上市也是将自身置于社会的监督下，有助于进一步提高公司治理、内部监管及风险控制能力。

记者：作为证券公司总裁，你对公司的哪个部门最为关注？

步国旬：作为公司总裁，我对每个部门都非常关注，但部门之间发展不太平衡，有些部门需要敦促发展。相比较而言，我目前比较关注投资银行部门。相对过去的表现，投行部业务已经取得较大的进展，但是横向比较仍然相对较弱。强大的投行部门，是一个优质券商的名片。南京证券上市以后，更需要一个具有竞争力的投行作为自己的品牌。这样可以扩大自身业务范围，改善盈利结构。

记者：你对投资者选择券商理财产品有何建议？

步国旬：目前市场上的券商理财产品相对不多，投资者选择券商理财产品时，不仅要关心收益率水平，还要关注本金的安全。投资者在购买理财产品前首先要考察推出理财产品券商的过去发展历史，以及投资风格。尽管这并不能代表其未来的发展以及未来的业绩，但是至少可以作为参考因素，过往经营稳健、经营历史长且业绩表现较好的券商相对来说控制风险的能力以及投资部门的业务水平较强，其推出的理财产品业绩也会有所保障。

此外，投资者还要对理财产品的投资标的进行分析，在不同的市场背景下，来投资不同的理财产品。在牛市中，股票型的理财产品可能会表现较好，同时也能获得较好的收益。但是在熊市中，债券型的理财产品表现可能会突出点。

即使是以基金作为投资标的的基金宝产品，对所要投资的基金也要进行认真、细致的筛选。基金的运作团队、研究能力、投资风格也存在明显差异，必然带来投资业绩的巨大差别。

（采访人 王 斌）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

编辑点评

作为证券公司总裁，步国旬对A股形势有着敏锐的嗅觉。

他认为，未来的一两年内，投资者可能都要经历“熊市”。不过市场不会出现像前9个月那样的暴跌，但也难以重现之前暴涨的局面。这些判断，从现在来看与市场实际表现十分契合。

实际操作上，南京证券在进入2008年3月份就选择了清仓。熊市中早早离场，值得称道。

南京证券连续18年保持盈利，这与公司在熊市中严格控制自营规模有莫大关系，这对于投资者也有非常大的借鉴之处，即投资不能超出自己的风险承受能力之外。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赵枫：市场不好就应该选择空仓

赵枫股海档案

● 美国哥伦比亚大学硕士。具有11年基金从业经验。

● 曾任职于中国技术进出口总公司投资研究员，融通基金管理有限公司研究员、研究部经理和基金经理。2001年8月至2004年7月担任基金通乾的基金经理。

● 2005年加入交银施罗德基金管理有限公司。2005年9月29日至2008年1月28日担任交银施罗德精选股票证券投资基金的基金经理，现任公司专户投资部总经理。

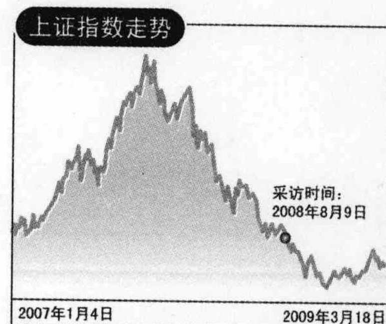


赵枫：交银施罗德基金管理有限公司专户投资部总经理

操作技巧

● 经过2008年上半年的下跌，股市上的风险已经没有那么大了，更为直接地说，调整可能已经释放了70%～80%的风险，有些股票已经跌不动了。但如果需要获得不错的回报，那还要求投资维持一个较长的周期，比如，两年到三年。在这样一个周期里，如果操作得法，就可能会有一个好的回报。

● 做任何投资最需要的是独立判断。由于以往在公募基金的从业经历较长，没有前者的痕迹是不可能的。但以往的操作习惯往往会“误导”你，这在熊市里会产生十分严重的后果。



采访时间：2008年8月9日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

A股市场2008年来的持续调整，令越来越多的投资者逐渐失去耐心。就在不少投资者开始慢慢远离市场时，基金公司的专户理财业务一时间受到了广泛的关注，市场人士认为这可能给A股市场带来一块稳定的新资金。但在实际运转中，大家发现专户理财业务对市场产生的影响并没有那么"显山露水"。而且，在普通投资者眼里，这块基金新业务的实际运作也有一些"朦胧"。

那么，基金公司专户理财业务目前的运转究竟如何？业务的展开过程中碰上了哪些问题？近日，记者对获得首单基金专户理财业务的交银施罗德基金管理有限公司专户投资部总经理赵枫进行了专访。

专户理财追求投资"绝对收益"

记者：目前你们专户理财业务构建了怎样的组织模式和运营状态？这块业务实行的是"投研一体化"的决策体系吗？

赵枫：目前交银施罗德基金管理有限公司在投资决策体系中实行的是"投研一体化"，这也是整个公司架构的重要组成部分，专户理财业务也不例外。具体来说，就是对一家公司的股票投资、研究都落实在一个部门下面，由一个投资总监负责，而且，公司下属的公募基金的投资总监都是一个人。在专户理财业务方面，目前有5个人负责运作。尽管这块业务在投研方面还是由整个基金公司的投资总监负责，但后者不太干预我们的具体决策。另外，不同的专户理财业务是相互独立的。

从目前基金公司专户理财业务的规模看，我们公司已经签下合同的资金总共有3亿元，都已开始运作，其他专户也在慢慢接触之中。在具体操作上，上述3亿元的专户理财业务是通过3个分立的户头进行。从设计上看，基于事先确定的计划，3个专户在产品整体设计上都是不一样的。其中1个专户在投资方向上十分灵活，既可以百分之百地"满仓"股票，也可以百分之百地"满仓"现金，还可以"满仓"债券。另外2个专户主要是混合型的，股票仓位有一定的上限。相对来说，可以"满仓"股票的专户收益可能相对多一点，因为较高的股票仓位比例可以跟上行情上涨的步伐。需要强调的是，与公募基金的日常运转不一样的是，专户理财业务追求投资的"绝对收益"，所以对投资提出了更高的要求。而且，专户理财业务要在一定盈利的基础上才获得相应的报酬。这在相关产品设计前大家都已经知晓。

此外，我们现在的3个客户，1个是民营企业，2个是国有企业，所处行业也不一样。公司会对每个专户指定一个投资经理。如果以后这块业务做大了，相应的人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力配备就会有所调整。比如，如果哪一天我们有 30 个账户，公司就会指定 6 个投资经理，每个投资经理负责 5 个账户，其中投资和风险度相似的账户就放在一起来做，并共用一个投研平台。

记者：一般情况下，公募基金的股票仓位往往是根据产品契约设定一定的限制，这也成为投资者衡量各种基金风险度的重要尺度。专户理财业务的仓位限制是根据怎样的原则来实施？其中是否隐含着客户的强烈意愿呢？你们如何处理和客户之间的矛盾？

赵枫：我先解释一下，专户理财业务事先和客户谈的盈利率并不是一个承诺，而是一种预期收益。在现实之中，我们要尽量了解想参与专户理财业务的客户需求，并把我们的想法和对市场的判断告诉对方。比方，2007 年股市行情很好，不少投资者获得了不错的收益。因此，在谈相关业务时，投资者往往会把 2007 年的收益率作为重要参考，对投资回报的心理预期很高。但我们在接触这些客户时往往会和他一起分析市场的未来运行状况，以及为何 2008 年要放低投资预期。此外，客户最低想要一个怎样的回报率，也会和我们一起商量。通常情况下，客户对于专户理财的投资方向、是想主要投资股票还是只把股票作为一种配置，这些问题都事先和我们一起交流，然后找一个双方都认同的方向作为目标，并对预期收益有共识。

记者：看来你们对客户资金的安全性十分关注。据我们了解，有些基金公司的专户理财业务会执行“自动平损”机制，以防账户出现巨大亏损，而券商集合理财业务一般也会采取类似的灵活操作方式。如果行情发生意外的变化，你们专户理财操作是否执行自动平仓机制？如果股票仓位发生意想不到的损失，你们会否迅速放弃仓位？

赵枫：通常情况下，我们会给客户一定的空间，他们会密切了解我们操作账户的真实情况以便决策。在行情发生突然变化时，客户会根据自身的风险承受能力来作决定，并将其看法通知我们，他也会和我们投研团队来讨论一些策略性问题。另外，我们专户理财业务并没有强制平仓的规定。

客户资源较少且两极分化

记者：我们注意到，2007 年以来发行的各类券商集合理财计划往往把产品追求“绝对收益”作为产品的卖点之一，但事实的情况并不如此，有的产品即使在产品设计方面可以维持空仓状态，但在 2008 年以来的下跌行情中也未能独善其身，出现了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不小的亏损。那么，在 A 股市场上追求“绝对收益”是否会成为空中楼阁？比如，在 2008 年这种市场条件下，你们会如何操作？

赵枫：2008 年如果要做投资，那么，什么都不做，可能你的股票投资业绩已经比全部偏股型基金的业绩要好。对于 2008 年这样的市场情况，我们的投研团队一直持“不看好”的基本判断。如果不看好市场，那么我们会直接和客户谈，以便后者合理调整预期收益。此外，假如你对这个市场行情不看好，就要在实际操作中把握一些反弹行情以获取一定利润，而客户也要认同你的上述判断，对你的投研团队有所信任，他才会坐下来把协议签下来。至于有的客户因为 2007 年行情好而把 2008 年的预期收益率定为 100%，那么这个就没法谈了，我们也不会签合同。

记者：基金公司会否把宝贵的各种资源倾斜到专户理财方向上？基金公司会采取怎样的激励？

赵枫：对于基金公司进入专户理财领域，我的个人理解是，基金公司先把一批很不错的人放到这一块业务上，采取循序渐进的方式。目前基金公司对这块业务都很重视。事实上，跟以前担任公募基金的基金经理相比，我感觉压力比较大，也觉得是种挑战，更为重要的是，我从事基金专户理财业务后的思考问题的方式和角度与以前有很大的不同。而且，我也不是很在乎报酬问题，基金公司方面也不会把这个搞得很特殊。就公司层面来说，管理层会注意团队的和谐，不会对新业务采取无限的激励方式。

记者：现在专户理财业务碰到的最大问题有哪些？

赵枫：主要是产品多样化问题。目前国内专户理财业务的客户总体来说还没有到精细化的程度，具体来说，客户资源比较少，又比较两极化。比如，类似民营或者个人投入的资金都是自己的钱，是可以进行长期投资的。而国有企业投入的资金则需要重新考虑风险性了。这就存在两种极端情况。此外，A 股市场出现单边下跌行情时，机构投资者的操作都很困难（除非你完全空仓，从市场上离开）。A 股市场要产生“绝对收益”的产品，还得等一些金融工具出来才能操作。

记者：外界有种看法，基金公司专户理财业务的发展好像没有想象中那样快，在你看来，其中有何原因？

赵枫：我个人的看法是，出现上述情况的主要原因是 2008 年以来的 A 股行情不太好。市场不好，那么委托理财业务的市场需求就会大幅萎缩。其实，对于参与专户理财业务的客户来说，大部分的参与者还是抱有获得很大收益的想法，如果对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行情不是很乐观的话，有的客户就会回避。毕竟，在国内市场之中，想长期进入市场的客户资源是有限的。

说到这些问题，我还想补充我个人对这块业务的看法。其实，从海外经验看，如果做实业的做到第三代、第四代，这些人就不想再做实业了，而且把前期积累的现金财富直接交给专业理财机构去打理，并借此获得稳定的投资回报。就目前国内情况看，做实业的还属于第一代、第二代，他们还是愿意把钱继续投资在实业上。我个人感觉，如果再过 10 年、20 年，当财富积累的第三代、第四代大量出现的时候，让专业机构以专户理财业务形式打理财富的现象才会大量涌现。

尽量不把公募基金的操作习惯带过来

记者：从公开资料看，目前基金公司从事专户理财业务的大部分人都在公募基金领域有着丰富经验和履历，不少人士还担任过大型基金管理公司的基金经理。你们是如何设置一些“防火墙”以保持和公募基金在投研方面的不同呢？在操作层面上，专户理财和公募基金会否有趋同性？

赵枫：其实，做任何投资最需要的是独立判断。由于以往在公募基金的从业经历较长，没有前者的痕迹是不可能的。但以往的操作习惯往往会“误导”你，这在熊市里会产生十分严重的后果。

比如，一般情况下，公募基金往往是做“相对收益”的，因为产品往往需要和业绩基准以及同行业绩作比较。在熊市里，公募基金为了满足股票仓位比例，即使手中留有充足的现金，但还是要不断地把贵的品种换成便宜的品种、安全的品种，以达到“跑赢”基准和同行的目标，尽管换仓、减仓之后，整个投资未必能赚到钱，但如果原来的投资组合跌 20%，而现在是跌 5%～10%，那么对于公募基金经理来说，这也是成功的。但对专户理财业务来说，上述做法是行不通的，对于我们来说，在实际操作过程中，一定要获得正收益才行。

记者：在牛市当中，公募基金经理往往习惯于“买入并持有”的投资方法，而在 2008 年以来的行情中，此类手法对基金投资者造成了一定的伤害。这类操作模式会否对专户理财操作产生影响呢？

赵枫：应该承认，对 2008 年的行情来说，喜欢“买入并持有”的习惯并不十分合适。这是一个不太适合的操作理念。市场不好就应该选择空仓。

其实，在从事专户理财业务这块领域时，我们就会很谨慎，并不断地暗暗提醒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自己，“不要把原来的习惯带过来”。在实际操作中，很多操作失误究其原因就是还是有着固有的公募基金操作习惯，但这无疑给我们提供了经验。比如，前期市场不好时，我们专户理财的投资经理也主动采取了减仓策略，但是做得不够彻底，结果还是出现了不利的结果。看来，扭转交易习惯需要一过程。

目前的股票仓位非常轻

记者：让人感兴趣的是，现在你们专户账户的股票仓位处于怎样水平？这主要是出于怎样的考虑？你们平时会关心哪些交易品种？你们会买 ST 这类投机性很强的品种吗？

赵枫：我们专户理财账户目前的股票仓位非常轻。一般情况下，我们的投资委员会对下一阶段行情事先制订投资策略以及仓位水平，比如，根据行情的运行特点，把股票、债券、现金等基本仓位比例控制在一定水平，在这个基础上，才让投资经理来完成日常的操作。

我们不太关注 ST 类股票。在公募基金里，基金投资方向是有明文规定的，有些股票是不能投资的，也进不了基金的基本“股票池”。不过，在选股方面，专户理财的投资经理会和客户进行协商，如果得到客户同意，那么相关投资就可以做，比如，权证等波动很大的品种，专户理财也是可以参与的。相对公募基金来说，我们往往花费更多时间去寻找更好的投资机会，因为投资机会扩大了。当然，在实际操作中，我们还是以股票和债券为主，但在熊市里，可能会有更多的投资对象进入视野，比如 ETF 等流动性好、利于快速建仓的品种。

记者：公募基金通常的策略往往是“抱团取暖”，而且有很严格的“股票池”限制，你们在持股方面有无具体安排？与公募基金会否存在很大的差异？

赵枫：我们的持股集中度会根据客户的要求，除此之外没有什么限制。如果有的客户不太认可我们的股票投资组合，那么我们会建议另外一个投资方案。在持股比例方面，如果客户不认同投资经理建议的话，我们可以作出调整。在“股票池”方面，我们专户理财业务的“股票池”是在公募基金原先提供的基础上产生的。目前，我们“股票池”中的 100 多只是核心股，还有 300 只的备选股。

值得强调的是，专户理财业务的“股票池”和公募基金的是不完全一样的，但后者提供给了我们更多选择性。出于流动性和对投资组合净值的贡献度考虑，很多大型基金经理不会考虑那些小市值股票，但我们就可能会去关注这些公司股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即使目前这些小公司股票的价格高企，并不适合投资，但我们还是将其纳入我们的投资视野。简单来说，和公募基金选股相比，专户理财业务有一定的自主性和灵活性。另外，公募基金和专户理财在选股方面有重复是合理的，这说明公司的投研是具有一贯性的。但完全和公募相同，这是不会的。我们专户理财业务的选股会跟公募基金的差异非常大。

A 股最严峻时刻还未到来

记者：你们如何判断下半年的行情走向？

赵枫：我们对下半年的形势还是谨慎的。也许大家会觉得市场已经跌了这么多，后面最多也就有一个 20%～30%的系统性指数跌幅，比方上证综指跌至 2 300 点附近。但是，对大盘的具体点位是很难判断的。就我个人来说，我觉得市场是很难有反转机会的，也许明年行情也是这样。我是基于整个基本面和估值来作出上述判断的。当你很难看到各种条件马上发生逆转，那么，这样你就不要对市场有大的期待。最严峻的时刻还没到来。

记者：上述判断的理由有哪些？你们将维持怎样的投资策略？

赵枫：主要是市场调整时间太短暂，市场上的筹码还没有进行足够的换手。市场上还是存在着很多不确定性，比如“大小非”的冲击力量究竟还有多大、基金还会不会出现大规模赎回等等。其实，A 股市场 2008 年以来的下跌只是让很多高估值的股票跌下来。从更为宽泛的概念上说，目前的全球经济都出现了一个大调整，也许调整还只是刚开始，随着美国次贷危机的发生，全球信贷市场的收缩影响到底有多大？这个是很难预测的。因此，我觉得现在就断言 A 股已经跌够了，这还为时过早。这种状况下，做投资就一定要控制风险，比如，有限度地参与反弹、控制仓位、把握市场节奏。

记者：你们会在实际操作中强调“选时”策略以保持投资的灵活性吗？

赵枫：类似“高抛低吸”这类的纯粹投机的策略并不是我们的能力所及，你在市场中的时间足够长、管理的资金规模足够大，就会发现，“选时”是相当困难的一件事情。目前，我们的主要精力往往是放在“选股”上，这能够尽量分散风险。事实上，经过上半年的下跌，股市上的风险已经没有那么大了，更为直接地说，调整可能已经释放了 70%～80%的风险，有些股票已经跌不动了。但如果需要获得不错的回报，那还要求投资维持一个较长的周期，比如，两年到三年。在这样一个周期里，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果操作得法，就可能会有一个好的回报。

记者：你们如何看待“大小非”对A股市场未来的运行的影响？

赵枫：A股市场的“大小非”的卖压是持续存在的，只不过2007年好多解禁的“大小非”现在还没卖。现在又限制“大小非”的交易，就把这个问题带到了更长的期限，所以说卖压是长期存在的。如果市场处于低迷阶段，上述问题反映得还不是很明显，但一旦行情出现大幅度上涨，“大小非”的卖压力量马上会显现。

记者：你认为现在是推出股指期货的好时机吗？

赵枫：就我个人看来，股指期货目前推出来也未必有对市场和投资者产生明显的“激励”作用，但股指期货的优点在于它让市场的流动性更好。值得注意的是，股指期货不改变上市公司的盈利趋势。

（采访人　谢路锦）

编辑点评

公募基金的专户理财业务，和私募基金颇为类似，均是为追求绝对收益。因此，其投资理念和对市场的理解更适合投资者学习。

赵枫称，对2008年的行情来说，喜欢“买入并持有”的习惯并不十分合适。这是一个不太适合的操作理念。市场不好就应该选择空仓。

而对未来，赵枫认为市场上还是存在着很多不确定性，比如“大小非”的冲击力量究竟还有多大、基金还会不会出现大规模赎回等等。在这种状况下，做投资就一定要控制风险，比如，有限度地参与反弹、控制仓位、把握市场节奏。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

吴险峰:仓位重损失大,对市场不服气不行

吴险峰股海档案

● 现任深圳市龙腾资产管理有限公司董事长,投资总负责人,理学硕士,中国内地和香港两地注册证券分析师。

● 1992年开始证券投资,曾任蔚深证券研究员、自营业务操盘手、国泰君安(香港)研究员,获2005年度香港证券市场原材料行业荐股全球第一名(彭博资讯全球荐股排名)。



吴险峰:深圳市龙腾资产管理有限公司董事长

操作技巧

● 许多人认为只有长期持有有价值的股票才是价值投资,在他们眼里价值投资就等于长期持股,这显然是不对的,价值投资应该在估值低位时进去,在估值过高的时候要勇敢地退出,其实即使是价值投资者顶礼膜拜的巴菲特也在做低买高卖的操作,只是他的操作周期可能会长一点。

● 成长型公司会有更高的投资收益,中国作为发展中国家,有很多行业、子行业中的骨干企业具有成长型特征。龙腾基金选择成长型企业的条件是:行业前三名的骨干企业,企业主营业务收入连续三年复合增长率不低于30%。



采访时间:2008年8月16日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他负责的信托私募基金深国投◎龙腾证券投资集合资金信托计划（下称“龙腾基金”）特立独行地会每周公布仓位水平、持股情况，甚至一周之内的具体操盘也会及时在公司网站上公布。

吴险峰，深圳市龙腾资产管理有限公司（下称“龙腾公司”）董事长，在他看来，“最透明信托私募”并非刻意为之，每周作一次总结只是自己一贯的投资习惯。

个头不高，眼神也并不锐利，吴险峰平实得就像一个邻家大哥。他很坦诚，日前接受记者专访时，他讲述了2008年以来那段彷徨难眠的日子。他不讳言自己2008年窘迫的投资“成绩单”，承认自己犯了太多错误，既有大的投资策略上的，也有具体操盘上的……

仓位重损失大，有严重的受挫感

记者：2008年以来，私募基金投资业绩出现极大分化，一些轻仓乃至空仓的信托私募取得较好成绩，而重仓的私募基金则亏损惨重。你怎么评价龙腾基金2008年1～7月份的投资业绩？

吴险峰：说起来很惭愧，龙腾基金2008年1月23日通过深国投的信托平台发行成立，到2008年6月5日就已经亏损了40.96%。而到8月5日的净值只剩下不到0.55元。在深国投发行的信托私募基金中，龙腾基金的业绩算是比较差的。分时间段看，2008年遭受最大损失的时间是3月5日到4月3日的那一个月时间内，信托基金单位净值从0.95元急剧降到0.69元，一个月内信托基金下跌幅度达到26.6%。

在具体操作上，2008年1月23日龙腾基金成立时，大盘处于4 700～4 800点左右，已经较6 124点的最高位下跌了20%多，当时认为可能是建仓良机，于是重仓进入。当时亏了一点。团队也开始注意风险控制，到春节前主动将仓位降了一半，减到50%以上。到了2月下旬，上证综指跌到4 200点的时候，我们认为跌幅已经很大了，又重仓进入。上半年最痛苦的经历就是3～4月份这一段时间，大盘跌势不止，一路急行军逼近3 000点关口，龙腾基金单位净值到5月5日时已经不到0.68元了。

记者：为什么龙腾基金投资业绩会不太理想呢？在心态调整过程中，你怎样评价2008年以来的操作呢？

吴险峰：龙腾基金发行成立以来的业绩表现不理想，这既有客观的市场原因，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然也有主观因素。客观原因是，A 股市场出现崩塌式暴跌，市场整体估值水平急剧下滑，许多个股甚至蓝筹股的跌幅都超过一半。以上证综指计算，从 1 月 23 日的 4 700 点，到 8 月 13 日已跌到 2 370 点，大盘跌幅也接近一半。如果要说操作上的原因，最重要的还是仓位太重。

龙腾基金在作募集路演的时候其实就预计到大盘可能会出现回调，当时对客户推荐时就说到，历史上宏观调控会导致市场资金紧张，2008 年业绩回报顶多 30% 左右，而 2007 年发展专户理财的客户时承诺的预期收益率都是在 50%以上。但是我们团队的四个人都没有预计到 2008 年来在短期内会出现这么大跌幅，这种情况在我个人的投资生涯中从来没有碰到过，几乎颠覆了我们所有人的经验。回想起来，还是牛市思维很难根本性转过来，对于这种暴跌没有预计到，也没有心理准备。

前一段时间，龙腾基金由于仓位比较重，基金净值损失也较大，很长一段时间内自己有严重的受挫感，觉得很难受，对不起投资者，同时又觉得很迷茫。正因为仓位重，每天早上起来后就感觉心慌慌，老是担心今天又大跌。另一方面，自己又总是感觉不服气，不愿意把仓位降下来。后来仓位降下来后，从 6 月份起心态才逐渐好起来了。现在想起来还是空仓好，既可以避免亏损，还可以更平心静气地去选择热点板块和个股进行趋势性投资。有仓位的时候，投资人总是喜欢到已持有的个股里面增减仓来进行投资。

记者：龙腾基金的风险控制体系是怎样的？它是否得到切实执行？

吴险峰：龙腾基金的风险控制措施包括：仓位管理与组合调整、止损位操作等。仓位管理就是每个交易日根据市场情况对管理账户的仓位分布及总仓位水平情况作出风险评判，确保投资风险始终处于可控水平。龙腾基金还采用组合投资的方式来进行风险掌控，即使是特别被看好的个股持仓比例也不能超过 20%。设定 10%的止损位，当持有股票亏损达到 10%的止损位时，立即采取行动。要么判断公司基本面和安全边际都没问题时，补仓以降低成本；要么判断基本面或安全边际有问题时，止损出局。龙腾基金除了投资顾问公司的风控手段外，还要受到信托公司深国投“市值管理”的规范。

此外，2008 年以来龙腾基金投资失误的问题并不是出在风险控制上。龙腾基金的风险控制措施其实还是执行得很坚决，尤其是在止损位的操作上。

2008 年以来，龙腾基金在投资决策体制上作了一些调整。最初在投资决策上主要是我个人决定，后来调整为四人团队集体决定，以头脑风暴的方式来调动集体

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

智慧，只是在投票时我个人权重较大一点。我看好的股票，如果其他三个人都反对，而又无法被说服的情况下，最终会被放弃。

奥运后应有中级别反弹，下半年只在急跌时加仓

记者：以银行股为首的金融股占据 A 股市值的半壁江山，2008 年以来银行股跌幅较大，目前市盈率和市净率都已经处于较低水平，你怎么评价银行股的走势？

吴险峰：2008 年以来银行板块已有了很大的跌幅，对应静态的 PB 和 PE 水平，短期看可能是一个不错的品种。但是银行股又面临着很大风险，例如宏观调控总是通过银行传导到其他领域，宏观调控以及今后可能的加息对银行的业绩会有什么影响，目前还说不清楚。从长期看，银行股也面临很大挑战。A 股银行板块市值在股市总市值的占比达到 40%～50%，发达国家金融股也没有这么高。

举个例子，某家股份制商业银行目前盈利情况良好，业绩增速也不比招商银行慢，但市场给予的市净率只有招行的一半。究其原因是该银行房地产业开发贷款占比较高，面临的贷款风险更高。目前在部分城市就连消费类贷款的房贷也面临着客户集体断供的风险，房地产市场走势的不确定性，一定程度上也增加了银行的风险。

记者：你预计奥运后的行情会怎样？龙腾基金将怎样把握奥运后的机会？

吴险峰：奥运后应该还会有一次中级别的反弹。从目前情况看，反弹行情机会快到了。跌得快，反弹也会出现得比较快。我们坚持一点：机会是跌出来的，跌破 2 500 点就会加大仓位，跌穿 2 400 点仓位就要超过 50%。2 200～2 300 点能反弹到 2 500～2 600 点，有获得 10%～20%收益的机会。把握急跌的机会是我一贯的操作风格，2002 年在蔚深证券操盘自营业务的时候，我在大盘从 1 700 点跌到 1 500 点以下时，成功地抢到了 1 350～1 600 点的反弹，这一次操作就获得 20%的收益。当年蔚深证券自营业务获得 13.5%的投资回报，超过所有公募基金，当年最好的公募基金投资收益率还不到 1%。龙腾基金在 2008 年下半年只会在急跌时加仓，绝不会在大涨时去买。

每周公布操盘情况，不用担心被抄袭

记者：通常私募基金经理对于操作总是讳莫如深，为什么龙腾基金会每周主动公布操盘情况？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

吴险峰:龙腾公司选择和深国投联手发行信托产品,就是为了有公信力的业绩记录,获得第三方认同。此举本身的目的就是希望更透明,因此也没有隐"私"的必要。公司与客户的沟通方式既有网站上的留言与反馈,还有每个季度的公开信,以及每周公布的投资手记。投资手记通常是先对国内外宏观经济形势以及 A 股整体市场表现进行评述,在介绍龙腾基金本周情况时主要包括操作、风险评估、投资策略三段。

例如在 7 月 28 日～8 月 2 日的操作上,龙腾基金基本抛空了周期性行业的股票,买入了节能 LED 的上游优势企业 ST 三安(600703. SH),加仓新能源概念的拓日新能(002218. SZ)和华仪电气(600290. SH);买入消费类股山西汾酒(600809. SH);买入成长造纸股景兴纸业(002067. SZ)。在投资策略上,我们判断中级反弹的概率降低,因而回到防守型投资策略,主要配置以新能源、节能、弱周期行业为主;强周期行业计划在出现超跌后介入做短线。

龙腾基金以这种方式来公布仓位水平、持股情况,甚至一周之内的具体操盘,并非我们刻意要打造什么"最透明信托私募",这只是我个人多年来形成的一个投资习惯,每周总要作一次总结。投资本身就是一个简单也是可以透明的事情,既不用担心被抄袭,也不用担心被"挖墙脚"。

对于公募基金来说,信托基金几千万元的盘子根本就没看在眼里;私募同行大家各有各的投资策略,各有各的特点。我本人和深圳私募圈里的同行大多比较熟悉,大家聚头讨论时其实都比较坦诚,常常会讨论自己看好的个股。如果自己看好的股票获得别人认可会增加自己的信心;如果别人不认可,吸取别人的意见加深对投资标的股票的认识,还可以减少投资风险。

记者:公司如此高的透明度常常会将自己的失误暴露在客户和准客户面前,会不会反过来增加公司压力?

吴险峰:每周的投资手记把龙腾基金的具体操作情况都公之于众,这样确实会把自己的投资失误呈现在客户面前,但我认为这也是对客户负责的一种体现。对于信托私募来说,客户是本着对投资理念的认同和信赖而聚合在一起的,并不会因为一两次失误而选择离开,我们也相信透明会更增加客户信赖度。

以估值为基础,适度参与市场博弈

记者:龙腾公司团队共四个骨干人员,包括你、冯从文、黄益和张凌云,在发行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信托私募前你们基本上属于资深投资者，“草根”出身的龙腾公司的具体投资理念是怎样的？

吴险锋：公司团队中有三个人其实此前都有过机构从业经验，我曾经先后在蔚深证券、国泰君安（香港）公司工作过，冯从文曾经任职于南方证券，张凌云曾经在国泰君安证券工作过。不过在成立龙腾资产管理公司并发行信托私募之前的一段时间，我们都是个人投资者，从严格意义上说，确实是“草根”出身。

公司的投资理念说简单点就四个字：估值＋博弈。在估值上，凭借专业研究优势，结合产业发展动态及证券市场供求状况，立足于企业现有基本面及未来发展趋势，通过多种估值模型及方法，对企业的合理价值作出动态判断。对企业未来价值的估值方法包括 PS（市销率）估值、行业拐点判断、行业整合的价值、成长性估值、外延式增长提升价值等。以估值为基础和前提，适度参与市场博弈，理解市场的内在逻辑，力求做到快乐投资。

记者：如何理解你们将“博弈”作为投资理念的一部分？这是不是投机？“博弈”对应的具体操作指的是什么？

吴险峰：我们讲的“博弈”是指会通过分析市场阶段性资金流向及市场阶段性投资主题与兴趣，在操作中灵活掌握资产组合的具体品种和仓位分布，判断短期合适的买卖点，同时适度参与金融衍生品的交易，阶段性地、部分地参与趋势性品种。

对应的具体操作要分两方面：其一是操盘上会做一些趋势性投资、波段性操作，小仓位地参与市场热点股票的买卖；其二指的是投资标的，将会适度参与金融衍生品的投资，例如股指期货等。投资金融衍生品既包括套期保值部分，也包括主动投资的部分，对金融衍生品投资有严格的仓位限制。在龙腾基金的协议中有规定，金融衍生品的仓位不能超过 20％。

我们并不认为“博弈”就是简单的投机。现在大家对价值投资的理解有误区，许多人认为只有长期持有有价值的股票才是价值投资，在他们眼里价值投资就等于长期持股，这显然是不对的，价值投资应该在估值低位时进去，在估值过高的时候要勇敢地退出，其实即使是价值投资者顶礼膜拜的巴菲特也在做低买高卖的操作，只是他的操作周期可能会长一点。尽管中石油是亚洲盈利最多的公司，巴菲特不是也选择在高位出货离场吗？2008 年以来，许多蓝筹股都出现了股价腰斩情况，如中国平安从最高 149.28 元跌到目前的 40 元左右，招商银行从最高 46.33 元跌到目前的 20 元左右，从最高位至今一动也不动地持有这些股票显然也不符合价值投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资理念。

记者：龙腾公司的选股策略是怎样的？

吴险峰：龙腾基金在个股选择上主要着重于成长型公司。至于原因，成长型公司会有更高的投资收益，中国作为发展中国家，有很多行业、子行业中的骨干企业具有成长型特征。一方面这些行业本身的成长比发达国家要快得多；此外，龙头企业还可以通过并购整合来提高企业发展速度。目前龙腾基金选择成长型企业的条件是：行业前三名的骨干企业，企业主营业务收入连续三年复合增长率不低于30%。

投资成长型公司虽然可能获得更高收益，但有一个明显的缺陷就是波动率较大。根据PEG模型的估值方法，企业成长性与PE倍数相匹配，对于主营业务连续3年增长30%的公司来说，给予30倍市盈率是合理的，如果在牛市中甚至会给出更高的估值。但是如果碰上经济增速下滑，投资者就会怀疑企业业绩增长率，对于企业盈利预期就会出现明显下调；与此同时，整体市场转弱，估值水平也会下移，因此一碰上弱市，投资成长型个股天生就会出现较大波动。

（采访人　匡志勇）

编辑点评

吴险峰可谓是“草根”私募的代表，不过，他却做了一件一点不“草根”的事情。

每周在网站公布私募基金的净值，公布自己的具体操作，总结交易得失——吴险峰现在每周还在做着这些事。这开了国内私募界的先河。

身经百战的吴险峰，在2008年上半年也折戟了，特别是3～4月份这一段时间，基金净值随大盘狂泻。他感叹，“这种情况在我个人的投资生涯中从来没有碰到过，几乎颠覆了我们所有人的经验”，“仓位重损失大，对市场不服气不行”。敬畏市场，是投资者必须上的一堂课。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Mark Konyn：我们采用“由下而上”的选股思路

Mark Konyn 股海档案

- 现任 RCM 亚太区行政总裁，负责 RCM 在亚太区内的各项投资业务。
- 大学毕业后在伦敦为英国最大的机构投资者担任定量分析员，随后于 1989 年被派驻中国香港。在 1997 年加盟 RCM 之前，他曾任香港富达投资的机构业务发展主管。
- 拥有伦敦大学学院（University College London）工商管理一级（荣誉）学士学位兼风险分析博士学位，曾于该院担任研究院士。他目前是英国皇家统计学会会员，同时还出任“富时精算指数”政策委员会成员。



Mark Konyn：RCM 亚太区行政总裁

操作技巧

- 从中期来看，我们对资本市场的变化判断是比较正面的。这主要考虑到，由于中国内地经济将保持相对比较强劲的增长，香港经济也应该会出现比较旺盛的增长动力。香港本地企业的财务状况理想，意味着他们将有能力抵御全球经济向下运行所带来的影响。
- 我们根据广泛的研究来进行选股，这包括对公司基本面的分析及市场研究，例如主要集中于一家公司的非财务层面，以及该公司所提供的服务和产品。



采访时间：2008 年 8 月 23 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2008年已经过去一半多。但是我们看到，无论是香港，还是内地的很多投资者，都对各自市场的发展趋势并没有一个很明确，以及坚定的判断，大多是仍处于犹豫、观望以及恐惧之中。

RCM(Rosenberg Capital Management)是德国安联集团旗下德盛安联资产管理公司所管理的全球投资基金，截至2008年3月31日，RCM旗下管理的资产总值约为1566亿美元，该机构亚太区行政总裁Mark Konyn日前接受记者采访时表示，2008年仍将充满挑战，投资者应回顾那些表现非常强劲的时期，并以长远投资为目标，来审视2008年的惨淡表现。他预期，港股将受惠于因内地经济复苏所带来的相关增长前景。

持续降低金融股仓位　A股收复失地还需时间

记者:对全球主要的投资市场来说，2008年上半年是多年来最具有挑战性的时期之一，比如在欧洲，2008年前6个月是过去30年来表现最逊色的时期之一。年初，美国及全球经济增长的忧虑主导着大市走向，加上美国房屋市场恶化，削弱了投资者信心，特别是拖累了金融业受挫。此后油价等大宗商品价格飙升，促使投资者忧虑通胀继续升温。在这样的大背景下，如果要做股票投资的话，你比较看好哪些行业？在内地A股和香港市场上的行业选择是不是会有比较大的不同？

Mark Konyn:的确，现在全球的投资者都在关注通胀预期，而其中最为主要的动力来自于油价上涨。但从整体而言，各地的通胀情况应会转向趋于温和。目前的状况有别于20世纪70～80年代的欧美市场，因为现在的薪酬与物价未直接挂钩，因此，在劳动力市场局部疲软的环境下，预计产能的使用率也将下降。

这将会使美国、英国和澳大利亚等重要经济体的消费周期性股票受到打压，也同样难免会打击到房地产价格。另一方面，欧元区有若干迹象表明，部分市场的竞争力正在减弱，同时备受信贷危机的严重拖累，其中西班牙、葡萄牙、爱尔兰及希腊等国家的经济状况较令人担忧。

然而，中国的情况有所不同。我们认为，内地经济应该会继续出现比较高的通胀率，这部分归咎为食品与能源价格上涨，而最主要的原因是由于技术劳工的短缺。事实上，中国政府正寻求解决当中一部分问题的手段，例如当前已调低若干价格的补贴，从长远来看，这应有助于提升整体状况。

我们认为，通胀不会拖慢内地经济增长的步伐，2008年应该会保持8%～9%的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增长率。鉴于投入成本的增加，制造商和出口商的边际利润收窄，在过去 12 个月中，人民币兑美元升值约 10%，但出口价格仅升 4%～5%。因此，我们投资于内地出口企业的股票比重仍然偏低。

在过去 12 个月里，我们的投资组合继续降低对金融股的持股比例，原因主要是受信贷危机的影响，而不是通胀的影响。另外，我们也专注于个别石油公司，以及受惠于商品价格上涨的企业。大盘的震荡幅度加剧，同时创造出交易的良机，我们借机投资于部分因受市场气氛急挫而严重受损的中资企业，这也包括金融股。

记者：你们目前的投资策略是怎样的？

Mark Konyn：我们认为，投资者的信心在 2008 年夏季仍表现得很疲弱。对风险的敏感度很高，投资者会因全球经济增长放缓及通胀趋升预期而调整其投资部署。因此，我们在行业和国家选择方面，均限制股票的战术性部署，金融股持续成为最低比重配置的股票类型。

我们继续专注于那些盈利前景明朗的企业，除日本外，我们仍然对亚洲其他市场持偏高比重。尽管现在的孳息曲线呈现出较传统以往的升势，债券市场仍未对物价趋升的前景作出明显的反应。因此，我们对长期债券仍采取审慎的态度，原因是美国的利率周期即将逆转。

我们预期，资本市场的表现在第三季时会转好，我们也努力在股市回升前进行有关的部署，特别是那些跌幅已经过大的股票。

记者：对大部分投资者来说，并不具有判断一家公司内在价值的专业能力。那么在暴跌之后，比如现在，A 股已经暴跌了 60%，这是不是意味着一次很好的进场机会？目前 A 股的 PE 已经接近标准普尔 500 的 PE，你认为其估值现在是否已经合理？

Mark Konyn：我认为 A 股市况将持续波动，假设上市公司的盈利状况合理，到年底的时候，估值应该会较现在更有吸引力。

中国内地经济可能会经历物价持续高企的时期，然而，预期通胀不会显著削弱其增长前景。食品、石油和其他商品价格趋向上升，加上技术劳工短缺，均带动通胀升温。中国的有关部门原本可调高利率，但考虑到加息或会进一步吸引“热钱”流入，有关政策因而受限。

从整体来说，我们认为，港股将于年底回升，而且企业盈利强劲，足以抵御环球经济略为放缓的不利因素。港股的估值处于合理水平，投资者已对盈利下调的潜

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在风险作出反应。而一如我们预期的，市场对通胀的忧虑言过其实。

A股市场的情况与港股不同，原因是内地投资者的基础较为相似，而且欠缺做长线投资的机构投资者。因此，自2007年10月中旬的高位大幅下挫后，投资气氛改善及市场略微收复失地，都需较长的时间。

基于上述因素，我们认为，2008年仍充满挑战，而港股将受惠于与内地经济复苏相关的增长前景。

关注H股入市良机 回避出口型企业股票

记者：虽然油价近期出现回落，但全球投资者对通胀继续升温仍有很大的担忧。就香港市场来说，与美元挂钩的联系汇率指令港元转弱，导致成本普遍上涨的影响恶化。特别是香港地区的大部分食品均从内地进口，人民币兑港元持续升值，令通胀再度成为香港市场的主要忧虑。那么，你对港股在2008年后几个月以及2009年的发展有什么判断和预见？你认为，影响港股未来走势的因素有哪些？

Mark Konyn：目前美国经济状况仍欠明朗，加上中国内地经济备受商品价格飙升与投资气氛冷清等问题困扰，我们的短期展望是仍需要审慎对待，市场或许会下探到早先的低位，而港股也将继续经历反复震荡和波动。

从中期来看，我们对资本市场的变化判断是比较正面的。这主要考虑到，由于内地经济将保持相对比较强劲的增长，香港经济也应该会出现比较旺盛的增长动力。香港本地企业的财务状况理想，意味着他们将有能力抵御全球经济向下运行所带来的影响。

此外，港股的估值已不是太过昂贵，假设上市公司盈利如预期那般持续增长，那市场情况应该会在年底有所改善。有观点认为，美元转强将会削弱香港的竞争力，但我们认为，美元升值对香港利多于弊，因为这有助于降低内地食品价格上涨给香港带来的不利影响。

记者：由于此前港股市场的表现并不好，原本计划在2008年登陆香港交易所的一些内地企业，不得不放弃或者暂停了这样的计划，就你的观点来看，是不是意味着内地企业对香港市场的吸引力正在减弱？

Mark Konyn：其实不然。全球的投资者都在撤离股市，尤其以新兴市场为甚。十年期美国国库券近期的窒息走势，显示出资金更愿意积极地转投于优质资产，而投资者现在普遍倾向于回避风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，市场集资的难度增加，或者说至少不能以比较吸引人的估值集资。但我们认为这仅属短暂的情况，届时上市招股活动又将转向趋于活跃。从长远而言，我们预期，中国内地市场仍然是中资公司的主要资金来源，在内地 A 股和 H 股同时上市的公司的估值差距也将逐渐收窄。

记者：现在在香港上市的内地企业越来越多，但是受追捧的程度并不相同，你认为，从最近的一些市场表现来看，哪类内地企业将比较会被关注？

Mark Konyn：H 股在短期内仍将会有波动，尽管现在的估值水平已在一定程度上反映出周期性及盈利下跌的风险。因此，我们将继续关注各种入市良机，但会倾向于回避出口型企业的股票。

之前，“A+H”的内地企业，其在 A 股的股价往往要比 H 股的要高，存在一定的溢价，但是从 2008 年开始，中国平安、中国人寿等股票出现了“倒挂”现象，也就是说，H 股的股价要比 A 股的高。

A 股在 2008 年上半年跌幅超过了 50%，现在的估值水平明显较为合理。不少“A+H”上市企业的 A 股较 H 股或红筹股有不少折让。我们认为，短期内，A 股市场的走势仍将有不少波动，主要因为内地投资者的背景比较单一，以及缺乏成熟的机构投资者。

记者：我们还记得，2007 年在港股处于高位的时候，内地的基金公司纷纷推出 QDⅡ产品，但是随着后来的回落，这些 QDⅡ产品的损失也很大，但是现在港股处于一个比较低的位置，而内地的基金公司却对 QDⅡ没有了兴趣，你认为内地 QDⅡ将来会有一个怎样的发展趋势？

Mark Konyn：考虑到内地 QDⅡ推出以来的投资表现，以及整体的投资收益状况，我们认为，QDⅡ的发展步伐将不会如 2007 年那般迅速。相信内地相关部门会加强对投资者教育，同时投资者也须更深入了解到全球分散投资风险的必要性。

记者：现在内地市场上，很多投资者特别在意 QFⅡ的举动，你认为，QFⅡ是否真的已经具备影响中国内地股市的实力？

Mark Konyn：尽管内地监管部门此前已把 QFⅡ的投资额度调高到 300 亿美元，但这些资金占内地资本市场的比重仍然相对较低，只占不足 2%。因此，这部分资金应该不会对这个市场产生重大影响。

记者：你们通常遵循怎样的选股思路？

Mark Konyn：我们采用“由下而上”的选股思路，致力于以特有的研究体系建立

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信息上的优势，并发掘尚未被全面反映的投资机会，借此辨识这些公司潜在的盈利动力。我们根据广泛的研究来进行选股，这包括对公司基本面的分析及市场研究，例如主要集中于一家公司的非财务层面，以及该公司所提供的服务和产品。此外，我们还建立了国家及行业的专家投资团队，与 Grassroots 这一机构的市场研究部紧密合作。我们的成功选股对公司的贡献率超过 70%。

（采访人　陈天翔）

编辑点评

在 2008 年的 8 月，国际油价仍在每桶 110 美元之上，此时雷曼尚未破产，市场当时对通胀的担忧甚于金融危机。

Mark Konyn 彼时认为市场对通胀的忧虑言过其实。他判断港股将于年底回升。事实上，2008 年 9 月份开始全球金融危机加剧，港股在 10 月底跌到最低点，之后缓慢恢复。

对于 A 股，Mark Konyn 认为内地欠缺做长线投资的机构投资者。因此，投资气氛改善及市场略微收复失地，都需较长的时间。事实上，A 股随后的表现比全球多数市场都要好，率先走出反弹行情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

吕俊：不想错失上涨行情，就与市场保持适当接触

吕俊股海档案

● 1973年出生，工商管理硕士，现为上海从容投资管理有限公司执行董事、投资总监。

● 曾先后在广州珠江基金管理公司和平安保险集团（平安证券公司）担任基金助理、基金经理、高级投资经理。2000年加盟国泰基金管理有限公司，2002年至2004年初先后担任基金金盛和国泰金鹰增长开放式基金的基金经理。2004年进入上投摩根基金管理有限公司，担任上投摩根中国优势基金经理、投资总监。



吕俊：上海从容投资管理有限公司执行董事、投资总监

操作技巧

● 最好不要去预测市场的顶部或者底部，而是通过与市场保持适当的接触和试探性的操作，去判断市场的真实状态。具体而言，就是要保留有一定的风险暴露，这样，当市场发生转折时，你就能及时应对，以免错失上涨行情。我们把上述操作方法归纳为"磁性战术"。

● 在股市之中，人性的弱点往往体现在：过分高估个人对于股市的判断力，尤其是高估自己对诱惑的抵御能力。

● "直觉"对于一名职业机构投资者是一种非常高级的技能，但对于初学者来说，最好不要相信自己的直觉。资深市场人士的直觉往往是建立在自身的经验和逻辑之上的一种升华。



采访时间：2008年8月30日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在2007年股市"癫狂"时期，一大批业绩出色的公募基金人士纷纷投身于阳光私募基金平台。吕俊就是其中一员。

作为国内"明星基金经理"的代表、前上投摩根基金管理有限公司投资总监，吕俊的基金操作业绩记录颇有说服力，近年来先后操刀的券商自营盘、封闭式基金、开放式基金等始终保持了相对稳定的投资业绩，即便是在行情不佳的熊市。在2005年之后的这轮大牛市行情中，他管理的基金业绩更是出类拔萃，担任基金经理的上投摩根中国优势基金成为国内首只净值率先突破2元并实现翻番的基金。

在这位长期在股市搏杀的颇富个性的专业人士看来，帮人赚钱似乎是自己的执著信条。

不要去预测底部　与市场保持适当接触

记者：在你看来，目前的A股市场何时见底？目前阶段投资者应该采取怎样的策略？

吕俊：一般意义上说，股市可以大致分为高估或者低估的市场，而市场本身的高点和低点其实是很难精确估算的。历史上曾经有很多个人投资者或者机构投资者热衷于测算指数的高点或者低点，现在回过头来看，这些做法的效果往往不是很好，或者说不能令人满意。所以，判断市场点位是高了还是低了，我们推荐一个方法是最好不要去预测市场的顶部或者底部，而是通过与市场保持适当的接触和试探性的操作，去判断市场的真实状态。具体而言，就是要保留有一定的风险暴露，这样，当市场发生转折时，你就能及时应对，以免错失上涨行情。我们把上述操作方法归纳为"磁性战术"。

记者：A股市场的单边特征很明显，在趋势继续不好时即使维持一丁点的股票仓位，那还是会产生亏损啊？

吕俊：在目前行情处于低迷状态时，投资者用"磁性战术"保持与市场有一定的接触，能保证你不会错失行情的底部，同时也能保证你及时"逃离"市场。这些好处可能远远超过你所付出的成本。

记者：在你看来，哪些原因造成了2008年来参与A股市场的投资者出现重大亏损？

吕俊：回顾过去，相当多的投资者是在上证综指处于4 000～5 000点的水平时才进入这个市场的。这些投资者也具备相当鲜明的特点，比如，当上证综指处于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1 000 点时，他们可能并不知道世界上还有股市存在，当然，这是一种较为夸张的说法；而当市场上涨到 2 000 点时，他们还是觉得股市上涨与自己没有关系；当上涨到 3 000 点时，这些投资者可能从自己身边的亲友和一些资讯信息中得知股市已经值得进入了，而先期进入的人已经获得了一定的盈利，各种各样的发财信息开始从各种渠道钻进这些投资者的耳朵里；于是，当市场继续上涨到 4 000 点时，他们开始忍不住四处筹钱并进入市场。结果，当市场上涨到 5 000 点时，他们手上的股票开始有了一些盈利，这很让他们开心，但最后不愉快的事情终于发生了——股市开始回落了。

记者：对于多数市场参与者来说，他们为何总是扮演“后知后觉”的角色呢？

吕俊：是在于人性的弱点。在股市之中，人性的弱点往往体现在：过分高估个人对于股市的判断力，尤其是高估自己对诱惑的抵御能力。当初这些投资者没有在 3 000 点进入市场，那是因为当时的诱惑还不够强大；但当市场达到 4 000 点时，市场的上涨幅度以及行情本身的“盈利效应”已经使得诱惑变得相当大，而后者也促使大批新的投资者如大潮般进入股市。

记者：现在的情况如何？

吕俊：很明显，与上述出现在“牛市”的情况相反，眼下的市场早已经进入“负循环”。很多投资者在 5 000～6 000 点被套，很多投资者也早已经斩仓出局，并慢慢远离这个市场。举个例子来说，在日常生活中，不少投资者在中饭时间已经不看有关股市的节目，在与朋友交谈时也不涉及股市。但需要特别注意的是，当市场慢慢跌至一定位置，部分股票已经再度出现参与价值时，上述的投资者可能又是前面所谈到的在牛市中较后进入市场的一批人，他们可能又一次扮演“后知后觉”的角色，而新一轮循环再度开始上演了。

记者：那么，你认为应该如何避免上述循环呢？

吕俊：在目前股指大跌 60%的市场环境下，作为专业机构，我们争取帮助部分投资者尽量与市场保持一定的“黏性”，这意味着不错失将来的机会，不会因为对市场波动不敏感而总是处于“后知后觉”的不利地位。这里并不是说我们有能力预测到市场的高点或者低点，而是说，当投资者在市场面前遭受挫折而完全抛弃或者脱离市场时，正确的做法是与市场保持一定的接触。

但需要强调的是，市场、企业基本面、经济形势等诸多重要因素都是瞬息万变的，大家千万不要高估自己对市场的预测能力。我个人见过很多对市场预测能力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过分自信的人，但最后却会遭遇很惨重的损失。行情何时会上涨，这是谁都无法预料的。

“小非”是盒子里的东西，盒盖是估值

记者：你如何看待目前投资者对于“小非”问题的担忧？记得你有个观点：在巨量的“小非”面前，机构投资者（包括基金）原有的优势将荡然无存？问题究竟出在哪里？

吕俊：对于“小非”问题，我这里有个比喻，好比是一位女士和一位男士谈恋爱，后者送了颗很值钱的钻戒给这位女士。后来这两个人“一拍两散”分手了，但女士手上的钻戒也没有还给男士。这样，对于女士来说，这颗钻戒的成本为零。但当她考虑出售时，会以极低的市价出售吗？我不认为会这样，我想这位女士会以不太偏离钻戒价值太多的价格出售，或者说是以接近价值的价格出售。当然，当她不需要用钱时，她也可能不考虑出售钻戒。

如果把上面这个比喻放在“小非”身上也许比较合适。对于“小非”持有人来说，我个人不认为他们会以非常低廉的价格出售。从这个角度来说，“小非”好比是装在盒子里的东西，只有当盒子打开时，前者才会出来。而这个盒盖就是估值：当估值过高时，盒子自然会打开，把盒子中的东西释放出来；而当估值很低时，可能什么都没有发生，一切照旧。所以，“小非”的核心并不在于“小非”自身，而是在于估值水平。

记者：那么，怎样的估值是相对合理的呢？

吕俊：我个人可以提供两个历史上被证明是有效的较为简单的衡量尺度与大家分享。第一，对于普通上市公司来说，市盈率不应该超过 15 倍；第二，对于那些业绩高增长的成长股来说，市盈率不应该超过 25 倍。

记者：目前机构投资者普遍担心宏观经济面恶化对股市产生的影响，你如何看待这个问题？

吕俊：中国当前的宏观经济总体上是健康的，但仍受到全球经济减速和资源价格上升的双重约束。最近出台的政策可能会缓解压力，但得小心通胀反弹。我们的股市 2008 年以来以单边下跌的方式作出了对基本面的强烈反应，这可能是反应过度，即对于来自基本面不良的信息或者说是“利空”因素作出过度反应。

在接下来的时间里，预计宏观经济面将进入“筑底”过程。事实上，以往的经验

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

告诉大家，股市有时候是领先于基本面的，但有时候也是落后于基本面的，两者的差别可能往往取决于投资者的信心。如果投资者信心较强，那么股市可能在宏观经济面见底前就起来；但如果投资者信心不强，那么股市可能在宏观经济面见底之后才起来。从上一轮的行情看，其实宏观经济面在 2002 年时候已经起来，但股市真正爆发行情是在 2005 年的时候，而后来的大牛市的魅力想必大家都已经领略。

“做空”机制有利市场产生长期投资力量

记者：目前不少业内人士十分关心未来利好政策以及相关配套机制的推出，在你眼中，目前 A 股推出“做空”机制会给市场带来不利影响吗？

吕俊：在 A 股市场实行“做空”机制值得认真对待。其实，市场有所保留主要是担心由此会令市场产生“做空”动力。但在实际运作中，上述机制的展开对市场可能有利。比如，一般情况下，投资者在融资融券时，需要先向其他投资者借来一些股票，此后还需要从二级市场上买回来，还给股票出借者。但如果股票很有价值，那么这些融券者在买回股票时，后者可能在二级市场上不止拉升一点，而融券者可能要支付更高的成本以获得足够多的筹码。所以，“做空”机制本身并不是简单地把市场或者股票价格打压下去。相反，相关机制有利于市场的长期投资者长期存在于市场。股价是上市公司价值决定的，相信做空机制会打压股价，就是否定价值投资。在市况不利的大背景下，一部分机构利用做空机制取得盈利，产生赚钱效应，能够吸引资金流入，在弱市中弥足珍贵。现在大家头痛资金不平衡，开源是根本。开源的关键不就是赚钱效应吗？那怎样在下跌市场中保持赚钱效应？

记者：可否具体解释一下上述机制的产生如何能为市场带来真正意义的长期投资力量？

吕俊：假设某家机构投资者长期持有一只银行股，股市短暂的上涨或者下跌对这家机构持有这只银行股并不产生影响。在有“做空”机制的条件下，这家机构可以先借出银行股股票，并按照事先谈妥的利率收取利息。如果出借股票的利率是 6%，银行股本身的股息是 1%，那么这家机构即使一年其他事情都不做，那么一年下来还是有 7%的固定回报。从长期看，上述收益还是非常可观的。如果计算上这家银行股公司本身业绩有所增长，那么对于长期投资这只银行股的机构投资者来说还能有更高的回报。而且，这家机构投资者由于是长期投资于这只银行股，那么在做账时的入账方法也可能发生变化，比如，这家机构可以从原先的按市值入账

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法，转为固定投资回报。因此，融券业务增加了股票的长线价值，就像房屋出租收入可以支撑房价一样。

由于现在A股的分红还不够多，很多人认为长期把股票"死拿"在手上没有意义。尤其在市场出现上涨时，持有人就有很强烈的兑现冲动，以便盘活资产。要知道，即使把这些已经被盘活的资产存银行、买国债，那还是可以获得一定的固定收益的。其实，如果房产不能用来抵押，房价至少比现在低30%。所以，融资融券对于市场来说是不可或缺的环节，是使得市场上的股票稳定地"留"在长期持有人手上的一种必要的制度安排。换个角度说，如果没有这样的制度安排，"小非"也好、"大非"也好，都有在市场出现上涨时在二级市场减持、套现的冲动。

辩证看待价值投资和趋势投资

记者：在你眼中，阳光私募基金和公募基金有何具体差异？

吕俊：阳光私募基金和公募基金的最大区别在于投资目标不同。从机制上说，私募产品实行的是业绩分成制，在赚钱的基础上，资金管理人才能获得收益，也就是"绝对收益"的概念，因此在熊市中，私募基金要尽量少赔或者不赔；在牛市中，是要尽量跟上大盘。而公募基金比的是相对收益。

正是因为有着投资目标的明显不同，使得不同机构投资者的投资方法有所差别。而投资者的偏好也是不同的，比如，有的投资者希望在牛市里赚得越多越好，而有的投资者认为赔钱是很痛苦的事，他们是不能忍受的。后一类投资者往往是私募基金的目标客户群。因为从大多数人的人性出发，股市上获利130%和150%，其实心理感受差别不大，但对于赔钱，人们往往就印象深刻，而且无法接受，这是人性使然。可见，私募基金产品可能在一定意义上也是人性化的理财产品，或者说是提供了人性化的理财服务。

记者：目前你们公司采取怎样的操盘风格？在你眼中，阳光私募基金在市场中扮演怎样的角色？

吕俊：我们的投资理念是16个字：价值为本、从容投资、顺势而为、绝对回报。就"价值为本"而言，我们还是要看价值，而不是完全依靠趋势或者利用投资者的情绪波动去获取收益；"从容投资"意思是只有发现在前才能获得超额收益，这要求投资经理需要具备很强的前瞻性；"顺势而为"意思是我们的力量并不足以完全扭转市场趋势，如果发现自身的操作失算了，就要及时去控制风险，特别是把握经济和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基本面的大趋势；“绝对回报”可能简单点，用大白话说就是多赚少赔，宁可少赚也不要大赔。

作为阳光私募基金类型的机构投资者，主要通过“贡献定价效率来获取收益”，而不是“分享公司的长期收益”。比如，当市场股价水平远被低估时，这类机构投资者就会进场“买货”，以“阻止”股价水平再度被低估；而当市场价格存在明显“泡沫”时，这类机构就会采取抛售策略，以便股价回到应有的估值水平。

记者：外界对你投资风格的归纳是“快枪手”，这很让人记得住，你接受这样的评价吗？在平时的操盘中，你是否更加重视自身的“直觉”？

吕俊：“快枪手”是种误解。以往我担任基金经理的投资组合，换手率在业内处于中游水平。我只是在基本面发生重大变化的前提下，动作较为灵敏和迅速。但与民间高手相比，还没有达到完美的程度。事实上，在价值投资领域，目前公募基金往往处于领先地位，相关培训也算是正规。但民间有太多交易高手，他们能从石头中榨出利润来。“直觉”对于一名职业机构投资者是一种非常高级的技能，但对于初学者来说，最好不要相信自己的直觉。资深市场人士的直觉往往是建立在自身的经验和逻辑之上的一种升华。

记者：对于多数来自于公募基金行业的专业人士来说，一般都十分强调价值投资的基本取向，但对于那些“凤毛麟角”的“明星基金经理”来说，似乎更带有对趋势把握的倾向。你如何看待趋势投资和价值投资之间的差异？

吕俊：我更加乐意辩证地看待价值投资和趋势投资，而且上述两类市场基本操作模式也有很多内部的细分流派。比如，对趋势投资的理解也许与很多人不同。其实，趋势投资者大致可以分为两类，一类是根据价值趋势来进行投资，一类是依据价格趋势变化进行决策。有的价值投资者是习惯于长期持有某家公司股票，而也有价值投资者更加愿意精确地判断公司股价是否偏离其内在价值而进行操作。

（采访人　谢璐锦）

编辑点评

从采访可以看出，吕俊是对投资有很深刻理解的投资人，而且他善于用简练的语言和生动的例子来阐述他的这种理解，一般投资者可以很容易学习。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很多人认为在熊市中就应空仓不操作，直到底部出现。理论上这样没错，不过，谁又能精确的抄到底部呢？吕俊的策略倒是值得一试，在行情处于低迷状态时，投资者可用“磁性战术”保持与市场有一定的接触，保持一定的风险暴露，这能保证你不会错失行情的底部，同时也能保证你及时“逃离”市场。这些好处可能远远超过你所付出的成本。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

许荣:估值体系崩溃,市场或进一步向下寻找均衡点

许荣股海档案

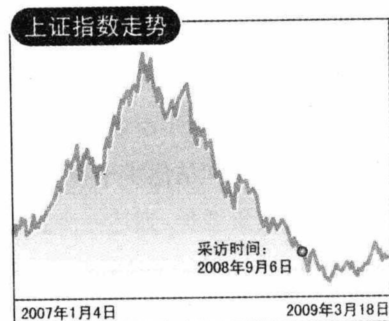
- 现任南方基金管理有限公司研究部总监。
- 毕业于复旦大学,CFA(注册金融分析师),美国哥伦比亚大学商学院 MBA。
- 1997 年至 2001 年任职于上海证券交易所,2003 年进入南方基金管理有限公司工作至今,先后任职于研究部、投资部,从事公司研究与投资分析工作。



许荣:南方基金管理有限公司研究部总监

操作技巧

- 影响市场的因素归结起来是两个方面:上市公司盈利能力和估值水平。从经验来看,盈利水平的波动比较小,但是往往决定了长期趋势。估值水平的波动大,这个因素造成了市场的大起大落。



采访时间:2008 年 9 月 6 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场让所有人付出了代价，包括这个市场的绝对主力之一：公募基金。

有人抱怨，有人哀叹，有人离场。但是任何时候，公募基金都必须履行投资股票市场的工作；并且10年来它们在事实上不断战胜市场。并不是基金经理们比市场高明，而是这个市场的所有参与者和市场本身都远没有成熟起来。

"黄金十年"与价值投资的豪言壮语声犹在耳，转眼间却遍地哀鸿。我们不应有太多的幻想，投资总是要回到现实中，把风险和收益、价值与价格反反复复地拿捏清楚。这是南方基金研究部总监许荣在奥运之后的一次专访中向记者表达的观点。

在这个时候，至少冷静的分析与反思，比幻想救市更有用。

2008年市场在付出两个方面的代价

记者：2007年10月之前市场的亢奋和2008年以来的悲观情绪对比十分鲜明，投资者应如何回顾和反思？如果一些客观经济因素是无法事先预测的话，那么在股票估值的合理性、风险边际的坚守程度和品种组合方面，是否有应该重新认识的地方？

许荣：影响市场的因素归结起来是两个方面：上市公司盈利能力和估值水平。从经验来看，盈利水平的波动比较小，但是往往决定了长期趋势。估值水平的波动大，这个因素造成了市场的大起大落。

无论是2005年市场跌破1 000点，还是2007年突破6 000点，整个上市公司盈利的增长速度和估值水平都是一致的。2005年中期到三季度之间，上市公司的盈利出现同比负增长，到达一个底部，此后开始恢复性增长。而2007年三季度，A股上市公司的盈利水平达到高点，并且发生了一些负面的变化。

回过头来看，2007年是市场从价值回归迈向繁荣的一年。预测这个繁荣什么时候达到一个顶点并且发生逆转，很难精确到某个季度或者某个月。但是通常会有一些标志，比如通胀加速、经济增长达到临界点、估值严重高估、标志性公司的盈利丑闻等。在2006年年底我们在对2007年进行分析展望的时候，还看不到这些标志会很快成为现实；2007年上半年的基本面情况，也是支持股市继续上涨的。

那么为什么现在的市场现实如此残酷？2008年，市场在付出两个方面的代价：一个是股改的代价，另一个是增长的代价。长期以来我们GDP的高增长是建立在扭曲各种资源的价格之上的，本来就难以继续维持。而股权分置改革带来收益和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

付出成本的两个过程在时间上不匹配，两者一前一后。前者与上市公司盈利增长一起推动了股价上涨，后者（“大小非”减持）则正好赶上盈利水平下降，导致股价大跌。

标准普尔成分股过去70年的平均市盈率水平是15倍，新兴市场的平均市盈率更低。从这个角度来看，2007年的市场估值是过高了。但是即使是在美国这个交易制度和衍生工具高度发达的市场，每隔10年左右也会有一次严重的泡沫。投资的一个重要原则是根据市场周期进行风险和收益的匹配。一两年的周期，和10年的周期，应该有完全不同的策略。

记者：在市场最乐观的时候，人们对中国的“黄金十年”津津乐道。现在这种提法的前提仍然存在吗？

许荣：我不认同“黄金十年”的说法。也许在未来10年中，中国GDP仍然保持着高增速，但是GDP是一个收入概念，和上市公司的盈利水平、证券市场的牛熊都没有必然的关系。

上一次熊市中，我们的GDP一直快速增长。这个因素受到利率水平、投资状况等影响，并不能反映上市公司的盈利情况。比如2005年第四季度开始上市公司的盈利情况开始好转，看GDP的变化是看不出来的。同样，在GDP高速增长的环境下，由于通胀趋于严重，上市公司也可能出现大面积亏损的情况。

把“黄金十年”作为乐观的基础，实际上是简单的教条主义的判断。它不但简单地把上市公司盈利增长与GDP增速挂钩，还过高估计了中国GDP的增长潜力。就像举重运动一样，中国GDP的增长也是在不断挑战极限，这种挑战是建立在不断挤压资源和劳动力的基础上的。举重运动对极限的挑战相当困难，我们过去的GDP增长方式也同样难以长期保持。

2008年压倒一切的是股票仓位控制

记者：我们访谈过的一些投资人士有这样的观点：投资上市公司与宏观经济情况的关联并不大，只要这家公司足够优秀。这些公司值得去长期持有，而不用顾及外部情况的变化。

许荣：长期持有一家好公司，我相信国内真正理解这句话的人要比说这句话的人少得多，能够正确进行实践的则更少。

我们在谈论“长期持有”这个命题时，本身就忽略了一个问题：不同的投资周期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对应不同的收益率。就像存款一样，五年期利率肯定高于活期。公募基金的持有人随时可以赎回，好比活期存款；一些私募的持有人比较少，投资期限长，自然收益也更高一些。拿长期存款和活期存款比收益，没有可比性。想象一下，如果我们去银行存款选择的期限是无限长，那么银行应该付给我们怎样的存款利率呢？同样，要求无限期的投资，又应该给投资者带来多少的合理回报呢？

至于什么样的公司是好公司，并没有绝对的定义，也不能说具备某一类特征的公司就是好公司。做投资是通过大量的研究和分析，把公司价值和股票价格进行不断比较，从而得出投资依据。即使是“坏公司”，在某些时候也会有投资价值。

“价值投资”从来不需要标榜自己是在投资哪类公司，而是要对企业价值与股票价格进行比较，通过独立性或专业性的研究判断，大致准确地评估企业的内在价值。百分之百精确的评估并不需要，实际上也完全不可能，但必须能够确定企业价值大大超出股票价格从而形成安全边际。

大家都知道巴菲特买入中石油的例子。在中石油 300 亿美元市值的时候，巴菲特认为它应该有 1 000 亿美元的市值，所以买入；后来当潜在的收益空间变小的时候，他选择了卖出。这并不是中石油本身发生了很大的变化，而是外部因素导致公司价值和股票价格的对比发生了改变。

人们往往觉得能够找到一家值得长期投资的好公司，但这可能是一种生存者偏差(survivor bias)。标准普尔的成分股公司，很多现在已经不存在，长期存在于成分股中的是那些最成功的公司。如果从事后的角度看，觉得投资一家成功的公司是一件很容易的事情，未免低估了事情的难度。同样，投资了成功的公司从而取得成功的基金也是少数，那些不成功的基金也已经不存在了。

另外，如果说成熟市场还是有一些跨越了漫长岁月的成功公司的话，那么类似的公司在目前的 A 股市场几乎没有。美国市场还有一些新经济的科技型公司比如谷歌、苹果、RIM(黑莓手机制造商)等，其股价在过去的一年熊市中也照样翻了一番，它们依靠自己的技术创新完全规避了市场的整体风险。但是像这样的典型的科技型公司同样很难在国内找到。

记者：2007 年来自券商的明星分析师推介的“十大金股”，现在的表现都非常不理想。但是也有人认为分析师并没有看错公司的成长能力，只是估值体系发生了重大变化。

许荣：这个问题实际上是研究员要不要对估值体系负责。我认为答案是肯定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的。在一份报告中，给予公司股票合理的估值水平，与分析它的盈利能力是同等重要的，我一直认为应该占据同等的篇幅。研究员不应该只在报告最后很简单地给出一个市盈率倍数，而没有分析论证的过程。

一个估值体系，需要充分综合行业和公司的历史估值区间、行业周期，以及公司成长性等因素，确定一定阶段内能够达成前瞻性判断的估值方法，进而确定合理的估值区间，这实际上也是研究员经验与天赋的结合。

这个判断不是简单地参照同类公司就可以作出的。投资者往往比较喜欢简单化的相对估值方法，比如浦发银行有 30 倍的市盈率，那么招行也应该有相同的估值。问题是，如果浦发银行下跌，那么招行的估值也会失去依据。因此，我们需要确定合理的估值定价，这是研究员应该完成的工作。

记者：A 股近期的持续非理性下跌又造就了一个低市盈率的环境。目前的状况与 2005 年可否进行一下比较？采取怎样的策略为宜？

许荣：首先看一下 2005 年到底是一个什么情况。这一年上证指数跌破 1 000 点，市盈率水平到达 10 倍以下，A 股与 H 股股价出现倒挂，A 股只相当于 H 股的 90%。整体股票的市净率接近 1.5 倍。上市公司的盈利水平，在达到一个谷底之后，于这一年的三季度以后开始强劲回升。另外，2005 年对于投资者还有一个重要的利好预期：股权分置改革平均 10 送 3 的对价。

现在的情况是，A 股市盈率水平为 13 倍左右，A 股和 H 股的价格比在 1 到 1.1 之间，市净率仍然有 2.9 倍。上市公司的盈利下滑还没有企稳的迹象。2008 年是估值体系崩溃的一年，市场可能进一步向下寻找均衡点。

投资者对于经济政策放松的预期可能也过于乐观。尽管 7 月份的 CPI 数据继续回落，但是从经验来看，年中一直是 CPI 的低点。季度性的因素在 CPI 数据中起了多少作用还有待观察。PPI 走高，这一数据对 CPI 的传导同样需要时间观察，才能得到精确的判断。

过去我们比较重视个股和行业的选择，但是 2008 年压倒一切的是资产配置，或者说就是股票仓位的控制，行业配置反倒没那么重要了。

A 股市场机构投资者结构过于简单

记者：公募基金 2006 年以来有很大的发展，但是一些问题也逐渐被人们认识到。比如公募基金的投资比较趋同，相对于其他偏好和属性的资金（券商集合理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

财、私募等等）过于强大，导致缺乏交易对手等等。你认为这些问题正在得到改善吗？特别是基金投资风格过于趋同、喜欢扎堆某些绩优股的问题。

许荣：我不认为公募基金缺乏交易对手。在某一只股票的某一个时点上，可能存在流动性的问题，一卖就大幅下跌；但是对于整个基金公司长时间的投资来说，流动性不是问题。如果某只股票确实流动性不足，那也说明它本身不为市场看好。

但是机构投资者结构过于简单，确实造成了机构投资者在风格上有雷同的情况。就像银行的存款有 1 年、3 年和 5 年的期限一样，股票市场资金的投资周期也应该有多样化的结构，这样风格就会有差异。

另外一个重要原因是，毕竟基金行业在国内的发展时间太短了，对人才的需求非常大，但是给我们准备好的人才却太少。公募基金可以挑选的人才不但同质化，而且欠缺经验。我想任何一个新兴的行业都会有这样的问题，要随着时间的发展，才会逐渐有积淀。

刚才说到经验欠缺，其实公募基金的从业人员最缺的就是周期性的考验。2008 年市场这么大的变化，正好是一个锻炼的机会，可以总结的东西很多。投资就是不断犯错和总结的过程。

从我个人的体会来说，新的基金从业人员缺乏国外商学院系统性的训练，没有建立企业价值的判断体系。这些都要我们从零开始教会他们。在南方基金，我们会对新人进行 3 到 6 个月的强化培训，帮助他们熟悉公司的投研流程，最重要的是建立一个初步的价值判断框架。但是国外，一个公募基金投研人员需要 2 到 3 年的行业轮转，整个培养过程可能需要 6 到 7 年。相比之下，我们还有比较长的路要走。

记者：不少基金经理都是从做研究员开始职业生涯的。你比较喜欢什么样的研究员？

许荣：好的研究员不应该对某一类公司有特殊的偏好，甚至有“感情”。带有感情色彩的话与个人投资者还有什么区别？我们需要的是激情。

一个勤奋的研究员能够做出成绩，但是这还不够。最近在培训新人的时候，我们会给他们一个陌生的行业进行分析。不少人都能够从宏观经济分析到行业，再分析到公司。但这并不是好的研究报告。对于任何一个陌生的行业，收集信息都不会是问题；问题是在太多的信息中，选择哪些进行收集，以及如何把握这些信息，采用什么分析方法。这些完全是开放式的，它不仅需要勤奋，还需要创造力和想象力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看一个企业的销售情况，勤奋的研究员会去看订单，有创造力的研究员会去看客户，而有想象力的研究员甚至会去看客户的客户，得到更具前瞻性的数据，当然这样做也意味着更大的风险和更多的困难。而富有天赋的研究员会在这个过程中不断找到合理的平衡点。

做股票研究需要不断地迎接挑战，这种挑战不仅仅是来自研究本身，还来自于别人对你的质疑。在基金公司做买方研究员，一个很大的问题是我们只面对自己内部人，接受一个小圈子的质疑；而券商的卖方研究员则在不断的推介中接受众多基金经理和机构投资者的挑战。我个人觉得，经常出去做路演和成果推介，并不是浪费时间，它对提高投资分析能力是很有帮助的。

当然买方研究员和卖方研究员也各有侧重。作为买方研究员，我们只要做好价值判断就可以了，而卖方研究员还要平衡各方面的关系，因为他们成功与否，较大程度上来自于客户的评价与各方面关系的平衡。

长期而言在市场中最重要是“活着”

记者：不少基金经理认为过去的一轮牛市可能是他们整个职业生涯中绝无仅有的一次。你如何看待未来的市场机会？作为最大的公募基金之一，南方基金将来会有怎样的改变？

许荣：美国是一个足够成熟的市场，但是在这样一个市场中，过度投机的情况，大概也是每 10 年出现一次。比如 20 世纪 70 年代的“漂亮 50”、80 年代的生物科技、90 年代的网络股和 2003 年以来的次贷等。人们总是会重复性地犯一些错误，从而导致了股市的大起大落。

对于我们来说，A 股市场未来仍然会有大的机会，同样也蕴含着新的风险。重要的是要从过去汲取经验，避免教条主义的错误。

以巴菲特所举的棒球例子，价值投资者应该放过一切似是而非或略有瑕疵的机会，确定真正机会时才出手击出本垒打。对于市场内的投资者而言，首先重要的是了解自己资金的风险承受能力与投资周期。包括公募基金在内的很多投资者，参加的可能是更接近于真实的棒球比赛：市场会向你投球，有好球，有坏球，但是大多数情况下在等到有本垒打的好球之前，投资者就必须选择击球，否则在下一个本垒打好球来临之前，投资者已经“出局”了。而我们知道在一个市场中，长期而言最重要的是“活着”：不是曾经击出过、未来可能击出过多少个本垒打，而是必须保留

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在比赛中。

（采访人 蒋 飞）

编辑点评

作为一名研究部总监，许荣描述了研究员的几种境界——看一个企业的销售情况，勤奋的研究员会去看订单，有创造力的研究员会去看客户，而有想象力的研究员甚至会去看客户的客户，得到更具前瞻性的数据，当然这样做也意味着更大的风险和更多的困难。而富有天赋的研究员会在这个过程中不断找到合理的平衡点。

投资又何尝不是如此？如何评判一家公司是否值得投资，如何做到低买高卖，如何成功抄底逃顶？应该多了解大众参与者的态度，感受整个市场的热情和气氛，超脱一些，而不只是盯着公司，每天看着股价的阳线和阴线。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

梁跃军：水落石出之前，还是谨慎一些为好

梁跃军股海档案

● 毕业于北京大学光华管理学院，国民经济管理专业，硕士。

● 具有9年证券从业经历。曾任职于西南证券研究发展中心、大通证券股份有限公司，2003年10月加入西部证券股份有限公司投资团队，历任投资管理总部投资经理、投资管理总部副总经理。

● 现为上海朱雀投资发展中心（有限合伙）合伙人兼副总经理，负责公司的研究业务。

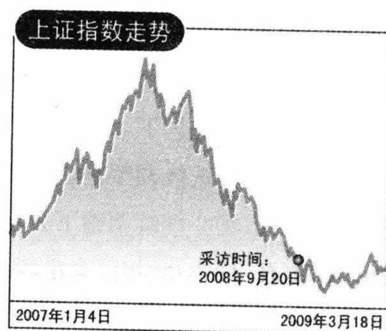


梁跃军：上海朱雀投资发展中心合伙人、副总经理

操作技巧

● 国际金融市场十分复杂，一家公司的倒闭往往会产生意想不到的连锁反应。需要注意的是，金融市场的问题往往会传导至消费市场，这是值得我们特别注意的。这主要是因为人是有预期的，当消费信心不足时往往会影响其购买行为。

● 随着以“大小非”为代表的产业资本介入市场，A股市场已经出现了明显的“机构化”特点。在这种市场背景下，投资者一般很难通过把握市场的高点和低点的“选时”方式在市场中获得收益。但在宏观经济面或者公司基本面进行“选时”，是值得投资者去尝试的。



采访时间：2008年9月20日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

随着美国次贷危机大规模爆发，海外市场上一批百年老店式的大型金融机构遭遇灭顶之灾，并引发全球资本市场剧烈动荡。A股市场2007年10月以来罕见地一路单边下跌，近期更轻易刺穿上一轮牛市的高点2 245点，上海市场一度重新回到2 000点以下。投资者损失惨重，以基金为代表的机构投资者也不例外。

作为有多年股市征战经验的投资专业人士，上海朱雀投资发展中心（有限合伙）合伙人兼副总经理梁跃军是如何看待市场的发展方向的呢？在“救市”政策集中出台之后，A股市场又将何去何从？

不确定因素众多，A股调整情理之中

记者：上证综指从2007年10月的最高点6 124点回落，在不到一年的时间里就重新回到2 000点以下，如此激烈的表现方式是否意味着市场已经失控？你认为市场剧烈调整的内在原因是什么？

梁跃军：我认为，2007年以来的市场调整并不是一种失控的反映。现实的情况是，一个理性的人在面对诸多不确定因素时，最先想到的往往是先回避风险。这次也不例外。一方面，市场内部存在巨大的“大小非”解禁因素，对市场参与者的心理造成了很大的压力。事实上，管理层也针对“大小非”出台了各种各样的配套政策。另一方面，市场外部也存在很大的不确定性因素。就中国经济而言，前期陆续出台的宏观调控政策需要时间显示其效果，而海外市场动荡不已，世界经济增长减速已成共识，在这种背景下，指望A股能够“独善其身”是不现实的。在这种种不确定性因素面前，市场选择调整是在情理之中的。

记者：市场会继续调整下去吗？“市场底”究竟在哪里？

梁跃军：从2007年以来市场调整的过程看，市场处于“没有底”的状态之中。这在A股长期运行的轨迹之中是十分罕见的。如果市场的供给因素得不到有效解决，投资者看不到经济发展模式转型的预期，那么市场本身没有更好的解决办法。

从现在市场本身看，成交量已经萎缩至每天数百亿元的规模，这说明市场参与者的交易热情已经不高。同时，出于恐惧心理，投资者在市场进入熊市周期时往往会认为市场将出现更低的“低点”。和在牛市中的情况接近，目前做趋势的市场参与者也越来越多，未来的“市场底”在何方难以估计。事实上，在本轮市场调整中，不少投资者还是根据传统的技术指标去操作，结果是在屡次“抄底”失败后赔得很惨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我个人认为，如果希望A股止跌，并进行一段时间的整理和换手，这需要有“外力”。这个“外力”主要来自两个方面：其一，对中国经济转型有根本意义的重大政策出台，包括可能的制度变革；其二，产业资本开始认同市场上部分个股的估值。

但在“水落石出”前，还是谨慎一些为好。毕竟这个市场已经不能单靠几条政策就能够完全改变运行趋势，市场已经成为各种力量博弈的场所。在众多不确定性因素面前，不妨暂时做一名旁观者。

记者：本轮市场的下跌甚至没有出现像样的中期反弹行情，为何会出现如此少见的“单边市”？市场在怎样的条件下会寻找到真正的“市场底”？

梁跃军：可以判定，A股市场2007年以来的下跌属于普跌格局。目前A股市场已经完全成为机构主导的市场，这与以往市场的参与者主要是散户为主有着本质的区别。特别需要强调的是，除了通常意义上的机构投资者即基金、保险、社保、QFⅡ、券商和企业年金之外，目前市场议论最多的“大小非”其实也是机构投资者！

在以“大小非”为代表的产业资本进入资本市场之后，市场机构化的特征更加明显和强化。顺着这个思路出发，我们可以发现，市场一路下跌之后，机构投资者尤其是“大小非”背后的产业资本对市场的态度，变得十分关键。由于众多机构投资者有着较为接近的预期，以至于在市场“寻底”的过程中也呈现出较为一致的买卖方向，由此导致大盘出现如此剧烈的单边调整。

也正是出于上述原因，在市场“寻底”过程中，当出现产业资本认可金融资本的市场估值时，可能市场估值将进入合理状态，市场也有了介入的价值。其实，近日出现的可口可乐收购汇源的案例反映了产业资本的价值判断和操作取向，预计未来还是会出现这样的并购重组。在资本市场处于低迷时，产业资本可能更加乐意进行低价收购以完成其布局，而这也更加利于行业中的龙头公司进行行业整合。

记者：上证综指跌破了2000点，这在2007年似乎是难以想象的，现在A股估值是否已经很便宜了？

梁跃军：对于当前A股市场，我个人的理解是不能以传统意义上的市盈率、市净率等估值指标去衡量。在对市场进行合理估值时尤其要关注市场的背景，这就是大势。

现在的“大势”是什么呢？首先，国内宏观经济进入调整周期，与此同时全球经济也因美国次贷危机爆发而进入调整。其次，国内经济正处于十分关键的转型时期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

记者:你如何判断近一阶段以来苏宁电器、双汇发展、大商股份等老牌“白马股”的轮番下跌?

梁跃军:一般情况下,老牌“白马股”往往集中在与居民消费关系较为密切的领域,以往的四川长虹也是如此。因此,这些品种的下跌与前面所提到宏观经济运行有密切关系。同时,这批个股前期由于十分“抗跌”而被众多机构投资者“抱团取暖”,近期的下跌可以视为一种“补跌”行为。

特别需要提醒的是,部分企业的市场需求环节可能发生了一些变化。比如,投资者在分析一些绩优、高成长性个股时,需要注意其市场需求的真实状况,在宏观经济减速背景下,这些公司的市场需求会否受到影响而使盈利增速低于预期。

我们尤其要注意的是,当 CPI、PPI 高企时,投资者不太会注意上市公司收入,而是主要把精力放在上市公司的毛利率是否会降低层面上。而当 CPI、PPI 回落时,市场的需求应该更加令人关心,因为这牵涉到了企业收入能否保持增长,而收入的增长是公司盈利的前提,在现阶段对判断公司股价运行具有关键意义。

基本面悲观预期刺激“大小非”套现冲动

记者:目前国际金融市场出现了一连串与美国次贷危机相关的金融机构倒闭破产事件,这对我们有何启发?

梁跃军:国际金融市场十分复杂,一家公司的倒闭往往会产生意想不到的“连锁反应”。需要注意的是,金融市场的问题往往会传导至消费市场,这是值得我们特别注意的。这主要是因为人是有预期的,当消费信心不足时往往会影响其购买行为。比如,对高档消费品和耐用品的购买会减少。同时,由于对未来不确定性存在明显预期,很多人开始倾向于固定收益类产品,尽管后者会在一定程度上遭受通货膨胀的“侵蚀”,但就绝对回报来说还是相当确定的。总之,在不确定因素面前,人的投资行为都会倾向于保守、倾向于避险。

记者:你如何看待“大小非”对市场的影响?

梁跃军:在经济基本面不利的状态下,部分企业的“大小非”有进行“套现”的冲动。在市场供给压力逐渐增强和资金较少的背景下,股市很难产生爆发性的行情。事实上,上述特点已经在 2008 年以来的行情中得以体现:2008 年以来,A 股市场连超过一个月时间的像样反弹行情都没有出现。对于做投资的人来说,首要的是认清现实、面对客观规律。说到底,就是看清大趋势。客观规律是无法回避的。在目

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前的形势下，期待市场出现反转是不现实的。

记者：在“大小非”解禁中采取发行可交换债的方法会否起到“救市”的效果?

梁跃军：采取发行可交换债的方式解决“大小非”解禁问题，其本意在于让那些“缺钱”的企业获得资金以解“燃眉之急”。这在制度安排和设计上是完全可行的。但采取上述办法的公司也不会很多，更多的是带有个例的色彩，不能起到改变大势运行的效果。这里还要提醒一点，现实情况是，一些“大小非”出售手中股票并不是企业“缺钱”，而是这些股份的持有人对于未来经济发展的悲观，而采取了资金回笼的保守策略。

系统性风险已释放，结构性投资机会可期

记者：你对市场判断如此悲观，难道市场就没有任何机会了吗?

梁跃军：目前基本面中还是具有一定结构性机会。比如，增值税转型将影响到企业的现金流，也使得资金沉淀到企业，后者可以在技术改造方面提高效率。如果中国经济抓紧转型，那么在微观层面即企业盈利上还是有不少机会。从宏观层面看，即便中国GDP年增长从以往的11%～12%下降到8%～9%，那在全球范围内还是属于相当高的增长速度，部分行业和公司依然能够保持较快增长。

记者：你看好哪些个股和行业?

梁跃军：在个股和行业选择方向上，我提供两个策略。

首先，重点配置那些受到政策扶持的公司和行业。我比较看好节能环保和有财政政策支持的行业或公司。对于节能环保而言，受益行业可能比较广，而不是局限在某个行业，比如企业通过工艺改进和技术创新使能耗下降，也会从中受益；对于后者来说，随着国家财政政策的扶持，将使得部分公司大有发展空间。

其次，关注产业资本对金融资本的看法。近来管理层推出的上市公司分红和大股东在二级市场上增持等针对“大小非”的配套政策，都有利于投资者重新审视A股市场的真实价值，也利于金融市场上并购行为的展开。市场在经历大幅下跌之后，以“大小非”为代表的产业资本对股票价值的认可程度可以为我们投资提供一些参照，比如大股东开始增持公司的股票，至少说明他们认为现在的股价是合理或低估了，这在一定程度上会帮助我们找到判断公司价值的基石。可以预见，未来资本市场的并购行为会逐渐增多，由此带来的整合也是一种结构性投资机会。

就市场层面来看，在市场经过了大幅度调整后，系统性风险得到了大面积的释

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

放，这对未来操作是有利的。投资者可以耐心等待上述结构性投资机会的出现来获取利润。从中长期看，投资其实就是赚时间的钱，而现在的市场已经开始出现了一些“物有所值”的投资标的。

记者：2008年很多抱长线持股理念的投资者遭到了明显的大幅度亏损，不少投资者又回到了注重“选时”策略的趋势投资法，你如何看待“选时”操作？

梁跃军：随着以“大小非”为代表的产业资本介入市场，A股市场已经出现了明显的“机构化”特点，这与以往市场以散户为主导的市场结构已经出现了巨大变化。在这种市场背景下，投资者一般很难通过把握市场的高点和低点的“选时”方式在市场中获得收益。但在宏观经济面或者公司基本面进行“选时”，是值得投资者去尝试的。

我认为投资者应该尤其关注2008年四季度的股市，届时上市公司2008年的业绩面貌以及未来的公司基本面发展趋势都将得以明确，因此，这对市场本身的估值水平具有重要意义。当然，当A股市场回落到一定水平时，部分公司的分红价值将更加明显，在这种背景下，也许市场中赚取股票差价的投资者会开始少于那些立足公司长远发展的投资者，而市场以及个股的价格波动也会有所降低。

记者：对于靠业绩提成的阳光私募基金行业来说，2008年的行情是否给你们带来很大的压力？

梁跃军：的确如此。在2008年极为恶劣的行情中，主要靠业绩提成作为收入的阳光私募基金的生存压力是可想而知的。同时，上海市场从6 124点回落以来，个股处于普跌状态，决定机构投资业绩好坏的主要是股票仓位多寡，股票仓位低的就不会吃大亏。

（采访人　谢璐锦）

编辑点评

梁跃军对于“大小非”的理解颇值得玩味。“大小非”其实也是机构投资者，在以“大小非”为代表的产业资本进入资本市场之后，市场机构化的特征更加明显和强化。

顺着这个思路出发，梁跃军认为，市场一路下跌之后，机构投资者尤其是“大小非”背后的产业资本对市场的态度，变得十分关键。由于众多机构投资者有着较为接近的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

预期，以至于在市场“寻底”的过程中也呈现出较为一致的买卖方向，由此导致大盘出现如此剧烈的单边调整。

对于未来关注的股票，梁跃军提出关注产业资本对金融资本的看法。以“大小非”为代表的产业资本对股票价值的认可程度可以为我们投资提供一些参照，特别可关注大股东开始增持的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

何震:我看好成长类股票

何震股海档案

● 现任上海汇利资产管理有限公司总经理兼投资总监。

● 有14年证券业从业经验,长期担任公募基金经理,有多年管理大型基金的经验,在挖掘优质企业和资产配置方面具有很强的能力。

● 管理的广发稳健增长基金2005年回报列当年所有开放式基金的第一名,2006年回报列平衡型基金的第二名;广发策略优选基金2007年取得145%的回报。2008年初,被独立第三方评选为5星级投资能力最出色基金经理。



何震:上海汇利资产管理有限公司总经理兼投资总监

操作技巧

● 历史上,每一个大牛股都是从小企业成长起来的,比如微软、苏宁电器。但小公司能不能成长为大公司又存在太多的变数,所以选股时有非常严格的条件。比如,要有很高的壁垒,包括管理、技术、规模或行业准入等方面的壁垒,最高的壁垒是技术和管理。另外要看成长空间。最好是行业空间很大,没有限制。商业模式也很重要,看其盈利模式是否比较容易复制。

● 我觉得不选时是错的。股票贵了当然要卖,但这也不叫选时,我认为这才是真正意义上的价值投资。巴菲特也不是永远持有股票,这也是典型的选时。



采访时间:2008年10月18日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在公募基金业被誉为“熊市高手”的明星基金经理何震，在 2008 年年初离开广发基金，正式退出公募基金业，转战上海组建了自己的私募基金，他目前的身份已变为上海汇利资产管理有限公司总经理兼投资总监。何震转战私募后试水的首只信托产品目前已经进入运作，被问及业绩时，他笑称，产品净值“还在面值以上”。近日，这位私募新秀接受记者的专访，就美国金融危机影响、A 股暴跌原因等话题畅谈了自己的看法。

A 股难以仅仅依靠政策支撑

记者:现在一谈中国经济和股市，就必谈美国的次贷危机。中国与世界经济的联系越来越紧密，你投身于 A 股市场也很多年了，对这样的变化应该有比较深的感受吧？

何震:这个是必然的。以前，中国对外开放程度低，A 股市场也很小，市场参与者大多是草根阶层，炒股只看盘面，做做技术分析就可以。但现在，中国已经成为世界工厂，经济增长的出口依存度也越来越高，在分析中国经济的时候，就必须参考全球经济环境，这次美国发生次贷危机引起一系列连锁反应，也影响到了中国。从股市投资者的构成来看，有越来越多学院派的投资人士参与其中，包括很多基金经理，他们接受的教育就是自上而下与自下而上相结合的研究方法。中国要成为世界大国，未来开放程度会越来越高。做股市投资，就必然要关注全球经济和股市。

记者:你认为从 2007 年 10 月份到现在，导致 A 股市场下跌的最关键的原因有哪些？

何震:我觉得要分几个阶段来看。沪指在 2007 年 10 月中旬冲破 6000 点，然后股市开始下跌，一直到 2008 年 4 月 22 日跌破 3000 点，主要原因是涨得太多，股票太贵了。然后股市出现小反弹直到反弹结束，沪指在 8 月份跌破 2500 点，这个阶段下跌的原因是“大小非”集中解禁。从 8 月份以后，股市继续下跌至今，应该是经济因素占主导，美国次贷危机愈演愈烈，以及中国宏观经济各项数据表明经济开始下滑，经济前景不明朗。

记者:现在大多数研究人士对股市公开的判断都认为股票很便宜，估值很低。你对目前 A 股市场的整体估值水平怎么看？

何震:我认为估值水平不算很低，也不觉得股票很便宜，只能说已经接近合理估值的边缘，但并没有到很有吸引力的水平。至少对我而言，现在还不到大笔买进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的时候。

记者:股市反转到底还欠缺什么?

何震:任何政策都不可能令股市反转,政策的作用是提振市场信心、活跃交易、完善市场机制,只可能影响股市短期走势,促成短期的反弹,延缓股市的下跌。尤其在现在全球经济衰退的宏观环境下,中国 A 股难以仅仅依靠政策支撑。股市真正发生逆转,一定是由宏观经济转好来推动的。现在对宏观政策将放松的预期比较强,但即使在近期出台减息或下调准备金率的政策,也需要比较长的时间才能缓慢作用于宏观经济。

记者:你现在最关注的问题是什么?

何震:最关注经济问题,国家出台哪些政策,这些政策又会有哪些影响。

首先要看美国,这是最主要的。原先没有想到美国经济会坏到这种程度,这么多大投行都倒闭了,现在小布什甚至要出钱来买金融机构。这已经到了很坏的地步了,而且这种影响比较深远,在短期之内是没有办法消除的。目前,美国的危机还只限于金融领域,还没有向实体经济转移,但向实体经济的转移几乎是必然的,其他行业肯定会出现衰退,只是目前还没有在数据上体现出来。直到美国实体经济出现明显的衰退,那个时候美国经济才算是真正的见底。但我们无法判断什么时候才能见到这个真正的底。

其次是看国内。现在国内银行坏账情况还没有暴露出来。但是可以看到,出口导向型企业已经有一部分倒闭了,这肯定会影响银行贷款;房地产成交量很小,现在倒闭的还只是房产中介公司,未来也会有一部分开发商扛不住要倒闭的。现在这些负面影响都还没有显露出来。所以其实现在大家讨论股市有没有见底,是没有意义的,因为现在还不知道经济的底部在哪里,只有知道最坏的情况才能知道企业的状况,才能判断股市情况。而之所以这么多人都在讨论股票是否便宜,是因为股市下跌速度快于经济下滑速度。现在国家出台这么多政策,放在几年前股市早就反弹了,但现在动都不动,就是因为现在市场情况不一样了,要受全球经济的影响,投资者也更加理性,另外就是经济还没有真正下来。如果只是因为股市下跌而救市,大家不会认可。

我看好成长类股票

记者:这次 A 股市场的下跌受全球经济影响比较大,这与以往 A 股市场的熊市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是不太一样的。这轮熊市对你个人有何启示？

何震：的确，这轮熊市与我以前所经历的熊市不同，对我个人的启示主要有两点，一是投资需结合分析经济周期，二是要注意控制风险。经济周期是以前做股市投资时不太注意的，因为中国经济形势这些年来一直都很好，也就忽略了这一点。但是，经济一定是有周期性的，能够抵御经济整体下滑并生存得很好的企业，应该说是万里挑一，是非常少的。所以在分析企业经营和盈利状况的时候，就必须分析宏观经济形势。风险控制的重要性，在美国金融危机中体现得更加明显，系统性风险是难以躲避的。所以，在股市投资中不能存有侥幸心理，要做好充分的风险控制工作。

记者：从长期来看，你看好哪些板块和个股？

何震：我看好成长类股票。主要是行业空间比较大、有一定壁垒和核心竞争力、公司规模比较小的企业，这些企业大多分布在科技、技术、制造类等行业中。另外，中小板由于调整幅度较大，已具备吸引力。

历史上，每一个大牛股都是从小企业成长起来的，比如微软、苏宁电器。但小公司能不能成长为大公司又存在太多的变数，所以选股时有非常严格的条件。比如，要有很高的壁垒，包括管理、技术、规模或行业准入等方面的壁垒，最高的壁垒是技术和管理。另外要看成长空间。如果一个行业就只有四五十亿的规模，那企业肯定也做不大，最好是行业空间很大，没有限制，像零售业比较容易出大牛股，就是因为行业规模大。商业模式也很重要，看其盈利模式是否比较容易复制。有时候会更看重成长空间，有时候会看重壁垒，视情况而定。

记者：公募基金一般会配置一些债券来分散风险，私募基金有没有这类的资产配置？

何震：债券市场 2008 年的收益率不错，但我因为对债市研究得不深，其实是错过了这些机会。私募基金中也有一部分人善于做资产配置的，把握住了债券市场的投资机会。

记者：一般公募基金和 QFⅡ都会强调自己是做长期投资，不选时，不做波段。你觉得自己的操作风格是怎样的？

何震：我觉得不选时是错的。股票贵了当然要卖，但这也不叫选时，我认为这才是真正意义上的价值投资。基金和 QFⅡ都是追求相对收益的，跑赢大盘就行，可能就不太会考虑选时。巴菲特也不是永远持有股票，这也是典型的选时。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我个人是希望能够把研究经济周期和选股结合起来，甚至分析经济周期比选股更重要。要选在每轮经济周期不同阶段受益最大的行业或公司。比如上一轮股市增长的主线是城镇化，房地产受益比较大，不过这个过程比较漫长，从20世纪90年代末就开始谈城镇化，但万科等房地产企业真正受益是从2005年才开始。下一轮经济增长的驱动力到底是什么，现在还看不清楚，我们希望能够找到引领经济增长的因素。近期出台的土地流转和医改都有可能，但暂时还理不出逻辑。土地流转会是一个比较漫长的过程。土地流转其实是把土地货币化，但这部分释放出来的财富到底对哪些上市公司有影响，现在还看不到清晰的逻辑。现在如果去炒就是炒概念。医改会更现实一点，进展可能会比较快。

记者：公募基金的从业经历对你在私募界的发展有何利弊？你会将公募基金的哪些习惯带到私募？

何震：以前在公募基金接受过一些正规和系统的培训，在投资方面学到不少东西，比如要看基本面，自下而上做投资等。同时也在投资业界建立了自己的朋友圈子，还积累了一些认可我的客户。

记者：私募界是不是经常有一些聚会？大家对股市都怎么判断？有不同的观点吗？

何震：对，我们一般两三周就会聚一聚。现在基本上对股市长期的判断是一致的，比较看空，只是在短期走势方面看法略有不同，或者说看空的程度不一致。采取的行动也不一样，空仓、满仓都有。但满仓的人也并不是因为看好股市，而是觉得股票比较便宜，已经有些安全边际了，拿个四五年都不是问题。

（采访人　王艳伟）

编辑点评

在2008年10月中旬，A股已经跌至2 000点附近。两周后，A股便探到了1 664点，从而展开反弹。

何震在10月中旬时认为A股只是接近合理估值的边缘，未到大举买进之时。现在回过头看，许多就是在2008年10月形成的阶段性底部。

不过，何震认为当时已具备吸引力的中小板，却在接下来的几个月里，当了一回反

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

弹先锋。

何震看好成长类股票，主要是行业空间比较大、有一定壁垒和核心竞争力、公司规模比较小的企业，这些企业大多分布在科技、技术、制造类等行业中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

江平：华尔街的欺骗不等同于“阴谋论”

江平股海档案

● 1981年就读于中国科学技术大学化学系，1989年赴美，先后在普林斯顿大学和斯坦福大学攻读化学和金融专业。1995年加入投资银行雷曼兄弟，2005年加盟对冲基金赛克资本管理公司。

● 2007年被华尔街著名专业杂志《交易员》评为年度“百强交易员”，入账上亿美元，成为该榜单历史上首位华人上榜者。



江平：华尔街百强交易员

操作技巧

● 生意上的欺骗和“阴谋论”是完全不同的。生意就是生意，以次充好、骗钱这都是做生意，“金玉其外、败絮其中”也都是生意。

● 在过去的几年中，我们一直坚定不移地看好中国，当然看好中国不一定一直都要买A股。过去几年，我们先后投资过中国的货币、房地产、B股、A股、H股、大型公司债券和国债，现在又刚回到港股，在这些市场的投资把握都不错。



采访时间：2008年10月25日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从"全球投资的挑战"到"全球投资的机会"，从 2007 年 10 月到 2008 年 10 月，华尔街著名华人投资专家江平对全球投资市场的大势判断出现了转折。

2007 年 10 月全美华人金融协会(TCFA)举办年会，江平发表了题为《弱势美元与全球投资的挑战》的演讲，引起了投资界的强烈反响和极大关注。演讲中江平列数了当时四个主要方面的投资挑战或者说投资陷阱。一是美国所谓高质量高评级的债券；二是美元之外的 G7 国家货币；三是很多新兴市场国家的股票；四是石油之外的大宗商品。自 2007 年 10 月至今的一年，虽然经历过短期的疯狂，这些投资方向均成为当下危机最深的渊源。

正当肇始美国房地产次按市场的风暴席卷全球投资市场，而且似乎愈演愈烈之际，江平却认为，由于全球资产价格大幅下调，更由于全球经济决策层的共同努力，哀鸿遍野的金融市场已经涌现出绝佳的投资机会，对国家资本和个人资本而言都是如此。

江平曾就职雷曼兄弟，2006 年进入对冲基金 SAC 公司，2007 年及 2008 年先后创立了上海亿隆投资咨询有限公司及对冲基金——江平超级价值基金。作为一位被市场检验过的交易员，江平的判断及其判断的逻辑具有重要的参考价值。2008 年 10 月 18 日晚，在参加"2008 西湖金融峰会"之后，江平在西子湖畔接受了记者的专访。

江平认为，在美国的通胀预期之下的该国股票市场已经凸显投资价值，加上香港 H 股和部分新兴市场国债，是江平认为的当前三大全球投资机会。巧合的是，著名投资家巴菲特 17 日在《纽约时报》专栏发表文章，"我已经开始买美国股票了。"

一年之前：疯狂的陷阱

记者：当我们回过头去看时，你在"弱势美元与全球投资的挑战"的演讲里作出了很多有价值的判断。很多投资者，包括国家和个人投资者，都没有过得了这些个挑战。

江平：当时说的挑战，其实强调的就是投资陷阱。当时第一个提的是经过包装的高质量债券，实际上是金玉其外、败絮其中，这以美国房地产按揭资产证券化市场最为严重，现在已经被打回原形。

第二个讲的是美元之外的其他 G7 货币，特别是欧元。当时我认为美元相对这些主要的货币已经被低估了，现在这些货币跌得非常惨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三个当时讲的是新兴市场的股票投资，我当时提这一点时，很多人非常不理解，说新兴市场多好，经济增长很快等等。现在果不其然，新兴市场国家的股票，包括中国 A 股在内，跌幅比危机的发源国美国都要严重。

第四个当时提的是商品期货市场，这一点当时也是很多人很难理解的，新兴经济国家成长这么快，大宗商品怎么会不涨？但到现在很多金属类商品价格已经掉了 50%、70%。

很遗憾的是，这些逆耳忠言并没有被大部分投资者所接受。

记者：当时你认为石油也许应该另当别论，也就是说石油在当时并没有被高估，当时价格在 90 美元/桶。

江平：石油市场的表现同样证明了这一点。现在的价格低于 80 美元，但比 2007 年 10 月时只跌了百分之十几，比其他金融类商品的表现好多了，而且现在价值可能是超跌。

记者：当时提出全球投资的挑战的背景是怎样的，当时次贷危机还没有如此全面爆发。

江平：2007 年是疯狂的结束，多年积累的美元超量发行，将美元利率压得很低，资本都在追逐更好的回报，加上舆论的渲染，在几乎所有的资产领域都出现了高峰。我当时强调的是“挑战”，也就是以价值投资的理念很难再找得出好的投资方向。这是当时的大环境。

记者：这种大环境现在来看，也是危机不断加剧的根本原因。

江平：这次金融危机的根源是什么？华尔街里面的贪欲，人的本性，在金融运作过程当中，自然而然会膨胀。到了一定程度，不管是什么样的监管机构和规则都很难控制，而这就会出现危机。危机以前有，以后还会有。这次的区别就是有金融衍生品在里面，衍生品有很多的隐蔽性和欺骗性。

我出生于普通家庭，坚信只有辛勤劳动才能创造财富。但是在华尔街我看到不一样的现象，发现有很多人挣钱非常容易。衍生品的出现更使得华尔街可以轻而易举地“化腐朽为神奇”。在雷曼时，我曾注意到个别外汇衍生品交易员靠调整参数使账面利润增加。雷曼的房贷债券交易部更成为了高速运转的印钞机。包括格林斯潘在内的一些美国权威人士，经常援引美国劳动生产率高速增长的“奇迹”。我则清楚地知道这些奇迹是怎么来的。我曾经将这些观点告知不少朋友，包括雷曼内部一些高管。遗憾的是，不少人太过信任华尔街分析师的观点，认为金融股不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仅市盈率低，“有价值”，而且还在高速成长，以致招到了损失。雷曼现在已经崩溃了，不单是雷曼，如果不是美国救市的话，所有的投资银行都会破产。

全球投资机会之一：部分新兴市场国债

记者：危机演进到现在，各类市场的估值都下滑得厉害，你刚才说的这种大环境现在发生了变化。

江平：记得一年前，我有机会和国内一些投资者接触，我向他们提及，应投资中国大型企业的债券，当时这类债券的利率有 6％到 7％，这是一块宝藏一般的资产。但当时投资者对我的建议嗤之以鼻。到现在，这些债券已升值达 15％，而股票市场的投资则很惨。

记者：你当时推荐的是，关注新兴市场的债券而远离新兴市场的股票。当下，这个建议是否依然有效？中国市场上债券正在受到追捧。

江平：在经过股票市场的深幅调整之后，现在我不肯定哪个更好，已经不可一概而论，股票选择好了会优于债券，但可以肯定地说，仍有不少股票将远远比不上债券。

记者：就是说，新兴市场的债券是你推荐的当下的全球投资机会之一？

江平：我主要讲的是新兴市场的政府类国家债券，而且现在的新兴市场出现了巨大的分化。我认为现在新兴国家的债务，包括内债和外债，有极好的回报机会。一些新兴市场国债为什么会这么便宜，部分原因是因为对冲基金高杠杆率的回调和清仓，导致了一些价格下跌；另外的原因是很多投资者买了新兴市场的股票，在招致巨大损失后转而做空新兴市场的国债来避险，因为国债市场的流动性更好一些。但这完全是没有道理的做法，股票才是没有价值的，而国债是被低估的。

记者：你说的这个投资机会可能会受到市场的质疑，毕竟在危机之下，像发达市场的冰岛、韩国，发展中市场的乌克兰、匈牙利、波罗的海三国及俄罗斯、巴西、阿根廷、印度等国现在都面临较大的问题。包括中国在内，大家担心的问题是资本外流、回到美国，给新兴市场带来大的冲击。

江平：首先，要把问题搞清楚，现在是美国欠大家的钱，不是大家欠美国的钱，这是个核心问题。1998 年的时候，俄罗斯之所以崩溃，是因为俄罗斯欠别人的钱。但现在俄罗斯外汇储备充裕。新兴市场的整体基本面是很好的。

其次我也认为，新兴市场是有分化的。我看好的是中国、俄罗斯、阿根廷等部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分国家的债券类资产，这些都非常优秀。但有一些国家目前市场的争议比较大，比如韩国和印度。我对巴西则保持警惕，这是一个被华尔街所强烈推荐的国家。

我想强调的是，从政府信用来看，新兴市场强于发达国家，但从私营企业的规范性来讲，美国等发达市场显然更高一筹。

记者：简单谈一谈巴西，前两年这个市场很受推崇，巴西货币雷亚尔也有大幅升值。但到最近巴西市场也开始出现严重的问题。

江平：是的，巴菲特再次栽在了货币上，他已经在外汇市场上一而再地栽跟头。2005 年、2006 年的时候，巴菲特在 1.8、1.9（1 美元兑 1.8 或 1.9 雷亚尔）附近买入了巴西货币，虽然后来涨到 1.6 左右，但现在又跌回到了 2.3，巴菲特在巴西货币投资上现在是账面亏损。不仅巴西的货币，巴西的股票也是严重高估。2007 年巴西深海油田的发现，被华尔街借机大肆吹捧，但实际上这个深海油田完全是一个假利好，这里的深海石油是很难开采出来的，成本极高。

全球投资机会之二：美国股票市场

记者：发达国家的企业部门、新兴市场的政府，对应起来的话，大致是发达国家的股票市场，以及新兴市场的国债市场，是你理解的投资机会？

江平：是的。尤其是美国的股票市场，我认为美国市场上已经出现了很多非常非常好的资产。

记者：在危机之中，目前很多人士对美国市场的判断是，美国经济的衰退还未到底，在这种背景下，你怎么会认为股票市场具有如此投资价值呢？

江平：我要谈的是两点：第一，以我的理解来看，美国经济的问题没有市场所夸大的那么严重，没有我们想象的那么糟糕；第二，在当下美联储等救市机制的作用之下，经济整体上出现通缩的可能性可以被完全排除。

而在一个通胀的背景下，在发达国家选择股票市场而不是债券进行投资是最好的选择，买股票最怕的是通缩。过去几年美国官方宣布的 2%到 3%的通胀水平完全可能是未来通胀的下限水平，至于会不会高通胀还不好说，但可以排除通缩。

我最近做了一些研究，像美国的道琼斯指数成分公司，跟 8 年前相比，现在的盈利红利水平增加了 1 倍，我们知道 8 年前股票是高估的，但并没有高估 100%，后来是跌了 30%到 40%。8 年前美国的国债利息是 6%，而现在是 3%。这凸显了当下美国股票市场的投资价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

记者:但我们毕竟处于金融危机之中。我们还关心的是,如果说股票市场有投资机会,如果把美国上市公司大致分为金融类和非金融类、传统型产业类企业的话,哪类更有投资价值?

江平:主要是美国的大型非金融类企业,金融类的大型银行今后也会有投资价值。

记者:现在在美国,包括中国,都有一些通缩论点。其核心理由有两条:一是整体经济的下行,二是以大宗商品为代表的商品价格的回落,导致价格下跌。你认为这是否成立?

江平:这种理由我都同意,但我强调的是,经济运作不会是和物理现象一样,计算了一个数据之后经济就会往这里运行,经济运行有复杂的人为因素的影响,这是很重要的。

比如美国经济体系中美联储的角色,如果美联储真的是按通胀目标,一有通胀就加息一有通缩就降息,那也算好。但问题是,观察美联储的表现你会发现,它在通胀的升和降两个方向上的态度是完全不对称的,在加息的时候犹犹豫豫,而降息的时候毫不客气,这种经济运行中人为因素的影响,将使得我们对经济陷入长期通缩的前景完全排除。

全球投资机会之三:香港H股及日经指数

记者:股票市场是单指美国股市,还是说其他发达国家或地区的股市也都包括?新兴市场的股票呢?

江平:发达市场这边,我很看好美国股票。欧洲和日本都有投资机会,但我尚未做细致的研究。新兴市场股票仍应谨慎,但我认为很多香港H股股票已被严重低估。

记者:先简单提日本,有声音认为,一个要进入老龄化的国家,整体上投资并没有太大价值。

江平:日本企业成长性不一定最高,但价值已不错,投资日经指数回报一定会超过投资日本国债。

记者:香港市场为什么说被严重低估了?

江平:这有很多原因。其一,是各类投资机构去杠杆化所进行的被动清仓。其二,是很多投资者买了其他地方的资产,但是通过做空香港股市来对冲风险。港

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股，包括H股的流动性大，适合投资者这类操作。

比如，就有投资者投资了中国A股或私募股权基金(PE)的股票，他通过做空H股来对冲风险。但这种做法只会招致更大损失。

记者：你刚提到了中国A股可以进行选择投资了，A股和H股联系密切，你对H股的良好预期，对中国A股的总体判断呢？

江平：从价值投资的角度来说，目前A股上已经有好的股票，当然仍然有不少垃圾股票。

现在是中国卖出美国国债的最佳时机

记者：你刚刚的逻辑是，判断整体的通胀预期，然后这个形势下认为股票投资更优。但中国外汇储备头寸现在在债券领域居多。

江平：在通胀预期之下，高比例投资债券不是最好的选择。美国2%的国债绝对不能投，现在美国政府的欠债太多，而利息回报低。十年之后美国国债是可能违约不还的，我要特别强调这一点。

记者：关于美国国债的长期违约可能，我们报纸也做过一些讨论，但整体来看，这个观点在国内的认同度和讨论度不大。

江平：可以理解，长期违约是美国财政体系整体重组的最坏可能，那么我们首先可以关注也是我预期的，就是美国可能会首先采取向美国国债的海外投资者征税的办法，来施行变相的债务重整。今后我们可以继续来观察和讨论这个问题。

记者：你强调的是从增量来讲中国不能再更多地投资美国国债，从存量看来，中国已经是美国国债的第二持有人，加上美国机构债券，累计美元资产过万亿美元。这种存量资产该如何调整？

江平：现在是中国卖出美国国债的好机会。在金融危机之下，目前美国国债投资很紧俏，市场需求量大，利率被压到了很低的水平。在这种时候，正是中国卖出的时候。如果等到今后大家都意识到了通胀的严重性，以及长期来讲美国国债的问题，市场需求少时，这么大的投资者再去抛售美国国债会非常难，就会引起金融危机，以及很多压力。而现在人人都要这个2%、1%甚至零收益的美国国债，我们卖出，让他们能够买到，助人为乐，自己得利，这有什么不好呢？

记者：这和当下的大势还是稍有不同。

江平：所以对于运作来说，必须有一个独立的思维和分析，而且必须跟华尔街

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投行完全划清界限，这是我多年闯荡华尔街的经验和教训。

比如说石油，这次石油价格上涨到140、接近150美元/桶的时候，中国可能在奥运之前买了很多油，而这个时间正好是华尔街分析师跳出来，说石油会涨到150～200美元/桶，甚至无限制涨下去。

总之，目前是减持美国国债的最好时机。

记者：很多人会有一个问题，减持，尤其是大幅减持美国国债资产，中国外汇储备可以投资什么？

江平：在一年前的疯狂时期，我还真不好回答。但现在市场的投资机会是明显的。从我个人来看，美国股票、G7股票、石油、新兴市场国家债务、部分和中国相关的大宗商品尤其是有战略价值的商品、中国H股等等都会有较好的投资机会。

比如说，对俄罗斯国家债务、货币、股票或直接投资都可考虑。制约中国经济发展的核心问题还是石油问题，当下靠什么都是靠不住的，风能、太阳能等新能源领域的替代都比不上石油，而煤炭的污染又太严重，可以说中国和俄罗斯是完全互补的，中国需要用战略的眼光来配置国家投资。

记者：刚刚谈了国家投资，对于个人投资者来说呢？

江平：一样的，只是投资渠道少一些罢了。我相信如果这个时候做QDⅡ或者“港股直通车”是个好的时机。为什么不在这个时候出政策，让我们中国的投资者也可以去境外抄底，赚点钱呢？

投资者本身要成熟，不能有暴利心态。当然，更重要的是金融机构。金融机构要对投资者负好责任，要把投资者的利益放在首位，投资管理人一定要有耐心来分析市场和判断市场，要有一种逆向思维，不要哗众取宠，吸引大家的眼光。作为管理者，永远不亏钱是做不到的，但是一定要把别人的钱当作自己的钱看待。

华尔街的欺骗不等同于“阴谋论”

记者：你多次讲到华尔街的欺骗，以及要与华尔街保持距离。国内也有一些声音，谈及华尔街的“阴谋论”，你认同这一点吗？

江平：不，生意上的欺骗和“阴谋论”是完全不同的。生意就是生意，以次充好、骗钱这都是做生意，“金玉其外、败絮其中”也都是生意。我有一次到一家川菜餐厅里去吃饭，有服务生向我推荐水煮鱼，但我和这家餐厅的一位厨师是朋友，他不让我点，说这条鱼是好多天地来回冷冻过，不好吃了，把这条鱼推销出去，这个服务生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会有提成的。华尔街的欺骗和这种是一个道理，而这说不上是阴谋。

记者：你对中国经济的观点似乎非常乐观。国内有很多人认为，在外需下滑的影响下，中国经济的短中期前景非常不乐观，而且还面临资本外流的风险。

江平：外需对经济的冲击肯定会有的，但我相信中国政府对经济的调控能力，中国的财政体系能够支撑做到这一点。

至于资本外流，前段时间美国危机，我当时真希望中国的工行、建行在美国也有分支机构，我好将钱存进去，这里是靠得住的。如果有人离开这样靠得住的地方，而去靠不住的地方，那想走走好了。

记者：作为一个长年高回报的顶尖交易员，谈一谈是什么市场的投资让你获得了这么高的利润？

江平：亚洲和拉美是我们两个主要的投资阵地。在过去的多年中，我们一直坚定不移地看好中国，当然看好中国不一定一直都要买 A 股。过去几年，我们先后投资过中国的货币、房地产、B 股、A 股、H 股、大型公司债券和国债，现在又刚回到港股，在这些市场的投资把握都不错。

记者：改革开放 30 年，很多人认为中国经济积累了许多需要改变的东西，大到甚至是经济模式问题。最后请谈一下你理解的中国经济下一步的方向，这对投资者而言可能也意味着商业机会。

江平：中国的转型是必须的，降低出口带动对经济增长的作用，从高污染、高耗能产业到环保型、科学发展，这是大方向上的。另外，诸如儿童的健康、基础教育、职业教育等投资，各方面提高国民素质，都是可以做的大方向。对于一个国家来讲，没有什么比投资下一代，投资教育回报更好的了。

经济模式转型，来得晚不如来得早。中国外贸企业不能总是靠廉价劳动力、出口低价格产品来获得竞争力。由于历史的原因，我们这一代中国人收入低，干同样的活只能拿欧美人、日本人工资的一个零头，难道这种情况还会长期持续下去，直到我们的下一代吗？中国经济会健康地发展，劳动生产率会不断上升，工资会不断上调，人民币会不断升值，做同样的工作，中国人将会得到同样的报酬，这是必然的趋势。

（采访人　徐以升）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

编辑点评

江平的观点是鲜明的，无论是他2007年10月提出的四大投资挑战（或者陷阱）还是一年后提出的三大投资机会。

2007年10月提出的四大挑战一是美国所谓高质量高评级的债券；二是美元之外的G7国家货币；三是很多新兴市场国家的股票；四是石油之外的大宗商品。至今看来，这些领域均算是雷区。当然原油也未能幸免。

2008年10月提出的三大投资机会是美国的股票、香港H股和部分新兴市场国债。因时间短，这些品种目前还无从评价，和当时相比，美国股票和香港H股并未见明显起色。

鲜明的观点背后是江平倡导的独立思维。相信投资者细细研读，定能获益匪浅。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

潘稷:战胜金融危机,抛空、套利、止损

潘稷股海档案

● 毕业于英国埃塞克斯大学,获经济财务学士学位。1991年加入渣打银行,1993年转任力宝证券。长期担任香港力宝证券有限公司联席董事,有14年的证券业从业经验,从事港股及中资股的股票投资工作。

● 2007年出任香港阿仕特朗资本管理公司基金经理,该基金从2007年4月至今,跑赢摩根士丹利(除日本外的)亚洲指数近30个百分点,在金融海啸之下仍获得8%以上的回报。



潘稷:香港阿仕特朗资本管理有限公司基金经理

操作技巧

● 对于巴菲特的话,散户们要好好理解,他说的入市并不是说已经是见底了。因为大家要知道,他是一个可以忍受股价长期低迷的人,有些股票5~10年都不动他都能守住,他能耐得住长期的投资寂寞与沉闷,但是大部分人可能不行。

● 止损位和你赚不赚无关。你可能发现99次止损后都涨回来,但是唯一你没有止损的那一次,你会跌得四脚朝天——我们看这个比率与风险是很重要的。不过我知道这是个"知易行难"的策略,所以我们行业内会通过严格的第三者来控制,他们没有利益冲突,这样做不会让你赚很多,但是会让你亏得少一些,保留战斗力,这样你可以再投资。



采访时间:2008年11月1日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和大多数香港的对冲基金管理人不同，香港阿仕特朗资本管理有限公司对冲基金经理潘稷于2007年刚刚踏入这一行。在此之前，他担任香港力宝证券有限公司联席董事，从事港股及中资股的股票经纪工作长达14年之久。

从一个资深股票经纪人到对冲基金经理，他只用了一年多时间；他笑称自己入行的时间并不算太好，从2007年4月迄今，全球股市经历了一轮从牛市到熊市的大转变，目前仍在漫漫熊途中挣扎；不过他的基金表现却足以令不少从事多年对冲基金操作的人相形见绌。2007年迄今，当香港许多对冲基金出现赎回潮或是回吐2007年增长时，他所管理的基金仍然保持高达8.35%的收益。

近日，这位私募对冲基金新秀接受记者的专访，就美国金融危机影响，A股、H股操作策略以及对冲手法等话题畅谈了自己的见解。

抛空恒生银行赚30%

记者：港股在2008年10月最后一周经历了一番蹦极式的重挫，随后又紧接着一次冲天回升；但是我们看不到任何基本面的变化信息，你怎么理解这样的市场？

潘稷：周一(10月27日)的大跌市其实与基本因素没有很大关系，我们当天了解到的信息是许多基金面临赎回，不得不抛货折现，造成所有的板块都下跌。

当天其实已经是恐慌性的抛售，它与从前的抛售很不一样，以前是个别板块抛售，当天是全面抛售。不仅是银行股受到压制，连2号(中电控股00002.HK)、3号(香港中华煤气00003.HK)这样的公用股都暴跌10%以上，基本上说是要钱不要货了。

到了周二，则是看到一些轧空仓的迹象，一些对冲基金在前一天抛空后进行空仓回补，这纯粹是流动性的问题，只不过趋势上刚好与前一天相反。这一点从两天的交投以及升跌幅较对称也可以反映出来。

记者：你这两天进行了怎样的操作？

潘稷：基本上我们周一是进行抛空的，到了周一下午，我们看恒指跌至10 600点左右时，便开始解除对冲；到周二上午恒指已经开始回升，我们当时把所有的对冲解除掉，避免在午盘后出现损失，事实上周二午盘一开市便跳空上扬，我们还好走得快。

记者：能否透露一下，最近你们抛空哪些股票赚过钱？

潘稷：最近一个例子是恒生银行。抛空恒生银行最主要的原因是在目前的市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

况之下，它的市净率居然还有4.4倍。我认为，第一，它持有大量的美国那边银行的债券，但它没有公布到底是持有哪一类型的债券以及数量；第二，香港在雷曼事件之前，有大量的accumulator(累股证)成交，大量的客户被绑在这种产品里面，这会使得像恒生银行这样的机构非利息收入在未来一年大大降低，所以认为它不值得4.4倍的市净率，公平值应该在2～3倍之间。

另外，恒生银行之所以能维持4.4倍的市净率，一个主要原因是它派高息，其实它的本业在收缩，我们认为它起码要降至3倍左右才合理——当时招商银行买入永隆银行用的是3.2倍市净率估值。

上述原因令我们决定要抛空这个股票，当时也有人说汇丰会增持恒生银行，我不同意，汇丰银行自己的市净率都只有2.8倍，它为什么要增持一个4.4倍的子公司呢?

记者:从你刚才的言论来判断，当你们抛空的时候，恒生银行持有美国华盛顿互惠银行高级债券的事件还没有曝光吧? 你们动用了多大的资金去抛空它?

潘稷:是的，我们只知道它有大量美资银行债券，只是它并没有披露详情，尽管如此，我们认为它的非利息收入已经不可能再维持这么高的股价了，所以在每股147港元左右开始抛空它，事后它还往上涨了一段时间，但是我们很坚决地抛空，大概动用了整个资产组合2%的力量来抛，杠杆比例是130%左右。到了10月2日左右，恒生银行持有华盛顿互惠银行高级债券的事件曝光后，其股价暴跌，一天之内掉了13港元左右，掉到131.5港元，我们随后便平仓。整个抛空操作前后延续了2到3个月，算下来回报率有30%左右。

记者:这一役你们收获不小，2008年应该有不少这样类似的操作吧?

潘稷:还可以透露一个操作是抛空思捷环球(00330.HK)，这是年初的时候做的。当时我们判断欧洲市场在美国出事之后，也会跟着往下掉，经济上不去，而思捷最大的客户是在德国。当时德国经济已经出问题了，我们当时用了3%的资产组合去抛空它，在大约100港元左右开始抛，到了后来它开始往下掉，等它掉到50港元左右我们才平仓。

记者:许多人认为现在是入市良机，连巴菲特都说要买股了，但是市场真的允许了吗?

潘稷:美国次贷危机还没有结束。看上去的确不少股票便宜，但是信贷还要往下走，在年底之前，或者说整个2008年，信贷会继续收缩，杠杆要收缩。一些对冲基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金利用很高的杠杆去海外投资，现在它们无法融到信贷，就会抛出海外股票，这就是为什么我们看到许多美国海外的股票很便宜，但是仍有大量的卖盘涌现。这个问题可能要一直等到信贷信心重新建立才能解决，我觉得到年底之前，至少还有一波的由信贷问题诱发的抛售压力。

现在全世界的央行都在印钞票，增加市场的流动性，所以商品市场和股票市场最迟 2009 年上半年还会再往上走，因为大量资金要找出路。

当然现在许多股票已经体现出投资价值，这个风潮过去后，会有很多投资机会。但对于巴菲特的话，散户们要好好理解，他说的入市并不是说已经是见底了。因为大家要知道，他是一个可以忍受股价长期低迷的人，有些股票 5～10 年都不动他都能守住，他能耐得住长期的投资寂寞与沉闷，但是大部分人可能不行。

记者：看来你们对 2009 年比较乐观。

潘稷：是的。不过最快要等到 2009 年上半年了，要等市场的流动性重新泛滥，等金融机构重新开始放款才行。

目前头寸仍集中在大中华地区

记者：你们的产品主要分布如何？针对不同市场的策略又有什么不同？

潘稷：主要是在股票。50％在大中华地区，在大中华地区之外，东南亚单个市场不超过 20％。基本上我们目前的头寸仍集中在大中华地区，我们认为大中华地区的整体基调还是比较好的。

韩国我们已经撤出了，可能还要抛空，澳大利亚早在 6 月底就开始抛空了，还没有平仓，因为它严重依赖商品，商品价格不好，它的经济就上不去了，而且它们的银行也有大量的美国次贷或是金融机构债券，因此我们也一样抛空。

台湾地区市场我们长短仓各半，台湾被抛空是因为它们的银行根本不知道自己买了什么，一直以为自己买的东西很安全，结果现在才知道买了许多美国次按。

印度我们基本还没有进去，因为我认为它还没有到底；新加坡主要抛空银行和地产股，只拿住一些蓝筹股作为平衡，但是长仓的比例不高。

记者：看来你仍然比较认可中国的经济发展潜力所带来的机会。

潘稷：我们很大部分投资在内地和香港股票。A 股仍以金融股为主，地产股、保险股及券商股也会考虑一些。地产股我觉得跌了不少，下一次要进的话，可以考虑进这个行业，目前主要看宏调会有什么新措施出现。能源方面，我们也买了一些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

煤炭股。航运股之前我们一直抛空，现在已经平仓。

记者：但是前不久香港市场上的中资煤炭股狂遭抛售，你们为什么还会看好？

潘稷：现在你会发现，重新打造一家类似规模的煤炭公司（如神华或是兖煤）的成本比你现在买下上市公司还要高，所以我们觉得低估情况已经出现了。

不碰港股，只买H股

记者：你认为香港与内地经济会怎么走？

潘稷：香港是个外向型的经济，依赖对美欧的出口，所以受冲击会很大。我们已经看到不少公司倒闭了。现在香港租金仍然居高不下，我想下一步零售业、餐饮业、酒店业、贸易等都会受到打击，接着连运输业、航空业也会受到冲击，整个经济会变得萧条，金融业、证券业就更不用说了，已经首当其冲。

过去几十年香港相当依赖美国拉动经济，未来能否发展，就看它能否自救，以及能否转向以内地经济增长来拉动，如果这种转型不成功，可能前景堪忧，因为美国的经济要经历相当长时间的衰退，现在最乐观的反弹并不是V形反弹，而是U形反弹。现在整个亚洲区，只有内地有这个实力来刺激经济。

记者：但是内地出口也出现了下降趋势，似乎也不太妙。

潘稷：中国如果能利用这个机会，刺激内需，把出口拉动转为内需拉动，同时把出口的劳动密集型转为技术密集型的出口，可能会更好。中国经济很快就可以取代日本来拉动亚洲经济了。

要从劳动密集型转向技术密集型，中国可能会经历一些痛苦，失业率会上升，我们看到东莞、温州一带已经是出现这种苗头了，但是转型仍然是很有必要的，关键是要提高内需，来降低失业率，中国可以通过减税来刺激内需，其实中国的GDP仍是在增长的，我们认为虽然增长率会降低一些，但是只要是增长，就不会出现太大问题。

记者：从你对香港和内地的经济看法来看，你们应该并不看好港股，是不是在你们的投资组合里这些港股分量也有限？

潘稷：我们已经不碰港股，在香港市场上买的也都是H股或是其他中资股。拿港股来说，刚才已经讲过几个行业都不太行，再说工业股，也不能碰，因为（欧美）客户出了问题，人家给你订单你都不一定敢接，我们看玩具、化工、制衣等行业都已经出现问题了，已经有倒闭的企业出现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

记者:香港公用股呢,现在有不少股评人士认为公用股安稳一些?

潘稷:香港公用股如香港电灯、中电、中煤等都是与整体消费相关联的,如果整个经济形势趋坏,消费下降,使用量也会跟着跌,而它的成本却没有下跌,所以最终也会下行。

我们看香港中华煤气的派息已经下跌了,但是公用股的派息起码要维持一定水平才有人买你的股票的。我们的投资组合里没有公用股。

还有,现阶段市场来说,基本因素已经不发挥作用了,只是炒波幅,所有人的情绪都在上上下下。不过我们仍然需要了解每个市场的经济形势,建立相关的模型,来确定资产的分配比例。

利用 A 股、H 股差价进行套利

记者:许多人对私募对冲基金都比较好奇,能否介绍一下你们的对冲基金规模以及客户组成?你们可以利用的投资工具有哪些?

潘稷:香港私募的对冲基金很多,但都是要经过香港证监会批准的,证监会一般会对我们这种对冲基金的投资者作出一定限制,主要就是要局限于专业投资者,所谓专业投资者,一般是指投资额在 100 万美元以上的,数量上一般不会超过 50 个投资者。

我们的规模大约在 5 000 万美元,在业内仍属于中小型,是 2007 年 4 月份建立的。我们可以做比较灵活的组合,可以抛空某个市场或是股票。不过我们是以亚洲市场为主,也可以通过 OTC 市场进行期权交易。

记者:你 2007 年 4 月份入市好像时机并不好啊,当时还属于牛市期间,随后从 2007 年 10 月便开始经历了全球金融海啸,最近大市更是走差了很多,你们的回报是不是受到很大影响?

潘稷:扣除了所有的管理费之类的成本之后,我们的回报仍然是正数。我们的基准标准是依据摩根士丹利(除日本外的)亚洲指数,从 2008 年来看,从 1 月到 9 月底,它已经跌了 39.02%,而我们只跌了 16%左右;如果从建立迄今来看,它们是跌了 20.99%,而我们仍然有 8.35%的正回报,这在业内已经是很不容易了。

记者:你们的投资市场主要集中于哪里?

潘稷:我们最少 50%的资金投入大中华地区,主要集中于香港、内地和台湾地区。在内地我们通过 QFⅡ 投资,主要通过瑞银及美林的额度进入。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

记者:这是否意味着你们可以利用A股、H股的差价进行套利或是对冲风险?

潘稷:当然。如果H股高于相应的A股,我们就抛空它,买入A股;如果相反,H股低于A股时,我们就买H股,抛空A股。

记者:但是A股似乎无法进行抛空,这会不会给你们抛空A股造成麻烦?

潘稷:这个的确是个麻烦问题,但不是没有办法解决,我们可以通过A50基金(02823.HK)进行对冲,A50是在香港市场上的,因此它很方便进行抛空操作,因为香港每天都可以进行抛空操作,而且流动性好。

记者:从对冲基金角度来看,是不是在股市下跌的时候,你们更容易抛空赚钱一些?

潘稷:唯一的困难是,香港市场上只能进行uptick rule的抛空,即你只能在市场价格向上走的时候抛空,这种情况下,抛空价格要高于此前的现货交易价格;另外,香港不可以"裸空"(naked short rule),即"无券卖空",还没有借到股票就先卖空。在这种限制之下,我们不能直接先卖出去,而必须等着挂盘去卖;这样碰到大跌市的时候,我就很难办,可能得追着价格下去。我们的交易员就必须判断当天市场的走势,看是预先做好,还是等市场反弹才抛出去。很多时候,等你排到的时候也是抛空量最大的时候,价格也是最低的时候,这时候买家才出来,所以我们抛空要很小心。

期权可以通过OTC抛空,我们直接找美林或是其他投行进行场外交易,而不通过港交所,不过我们目前主要还是通过场内做。

唯一没有止损的那一次,你会跌得四脚朝天

记者:我们注意到,9月雷曼事件暴发后市场波动增大,能否介绍一下9月份你们的操作策略?

潘稷:我们9月底的时候开始慢慢增加一些多头建仓,但是我们作为对冲基金其实并不会经常长期持仓。你看这段时间波动仍然很大,因此除了看基本因素,我们也要看一些短期趋势,很可能我们今天买进明天就会卖出,甚至再反手抛空它。不过建仓的行动仍然会缓慢进行的,只是中间阶段的操作会比较多一些。举例来说,我们对某个资产不能超过5%,而我们如果已经建仓到了4%,很可能在市场波动时我们会迅速降低仓位到1%,然后再重新建仓,操作上的灵活性很大。

记者:作为机构投资者,你们是不是应该更有纪律性一些?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

潘稷：是的。每个基金成立时在条款里会有限制，例如你亏了30%，必须减仓；也有说大市亏了10%，如果再跌多少你就要减仓，等等。这要看原始投资者的规定如何。对冲基金的灵活性比较大，它们也可以只持有两只股票；也有的认为你必须分散风险，每个股票不能超过多少比例，关键看你的规则怎么定。

记者：你们由谁来执行纪律？我们看到，许多散户往往舍不得割肉，亏得更多，你们如何操作像止损位这样的策略？

潘稷：我们有专门的部门来执行。你要靠基金经理自己来执行也是不行的，因为基金经理毕竟也是人，都有个人感情在内，你要他把自己买的股票斩仓，他往往感情上也可能会过不去。所以我们有专门的人，例如风险监检部门来执行。这些人不会带感情色彩，因为反正不是他们买的股票，他们执行止损的操作会比较有效。

记者：对于散户来说的确严格执行止损位是很困难的，特别是在港股，它是没有涨跌幅限制的，如果你一睁眼已经暴跌超过30%，远远低于你的止损位了，你觉得还应该斩仓吗？

潘稷：要明白一点，止损位和你赚不赚无关。你可能发现99次止损后都涨回来，但是唯一你没有止损的那一次，你会跌得四脚朝天——我们看这个比率与风险是很重要的。不过我知道这是个“知易行难”的策略，所以我们行业内会通过严格的第三者来控制，他们没有利益冲突，这样做不会让你赚很多，但是会让你亏得少一些，保留战斗力，这样你可以再投资。

你可以看看玖龙纸业(02689.HK)，一年前它是在20港元左右，最低跌得只剩下不到1港元。如果你没有止损，你的损失可想而知。

（采访人　舒　时）

编辑点评

潘稷给我们展示了对冲基金是如何战胜金融危机的。

从2007年4月到2008年11月，他管理的对冲基金还保持着约8%的盈利，远远跑赢基准。

在大批对冲基金倒闭的2008年，潘稷是如何做到盈利的？他在采访中举了许多的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

案例，抛空恒生银行、思捷环球，利用A股、H股的差价套利，以及对冲基金如何灵活建仓，如何止损。

潘稷看好中国经济，并且对2009年比较乐观。“不过最快要等到2009年上半年了，要等市场的流动性重新泛滥，等金融机构重新开始放款才行”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

张鸿飞:没有坏的资产,只有坏的价格

张鸿飞股海档案

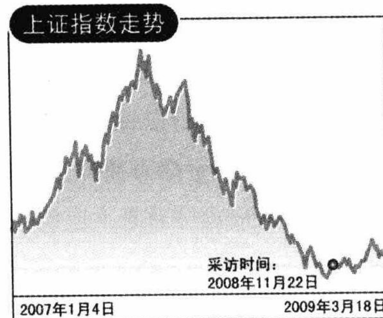
张鸿飞:欧洲 Dexia 金融集团 FSA 金融产品部首席风险官

● 欧洲 Dexia 金融集团 FSA 金融产品部首席风险官,在 FSA 金融产品部门负责 180 亿美元资产管理,曾任德意志银行全球高级经纪副总裁。

● 目前从事衍生品交易、投资融资审批、资产负债管理、风险管理团队建立,覆盖股票、利率、固定收益、资产抵押证券及其他结构产品。

● 拥有荷兰德尔福特大学数学博士学位以及清华大学应用数学学士学位,同时是特许金融分析师(CFA)。

操作技巧



采访时间:2008 年 11 月 22 日

● 企业债券的违约是没有按时偿付债券的利率以及本金。主权国家债务的违约则体现在大量新增货币发行,其结果将会导致货币贬值和通货膨胀。美国金融业的几乎解体逼迫美国政府将私营企业的信贷风险转嫁到公共部门,从而将信贷风险转为通货膨胀风险。这样,目前的债务在今后将以贬值的美元偿付。政府永远不亏,但是长期国债的投资者却注定会亏损。

● 投资过程中从来没有坏的资产,只有坏的价格。这次金融危机中的去杠杆化和对风险的减缩带来了前所未有的对贬值资产的投资机遇。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2008年7月17日，中国旅美资深金融界人士组成的团体“华尔街人”在纽约曼哈顿中城的一家中国餐馆聚会，研讨当时的金融市场状况。餐桌上就座的各位从事房贷证券、固定收益等工作，分别来自摩根大通银行、纽约银行、巴克莱银行、对冲基金保尔森公司、SAFE等金融公司。

聚会当时，美国财政部长保尔森刚刚表态，将在下周达成针对楼市按揭巨擘房利美和房地美的帮助计划。若“两房”需要，可令其获得廉价资本。餐桌上争论的议题是次贷危机的进展，以及近期的“两房”股价的暴跌是否是抄底的时机。在座的欧洲 Dexia 金融集团 FSA 金融产品部首席风险官张鸿飞当时指出：市场上绝大多数人，包括很多金融公司的管理层，至今不明白房屋贷款以及超杠杆化的严重性，次贷仅仅是冰山的一角。张鸿飞当时预期“两房”的股价将会跌光，而美联银行(Wachovia Bank)、华盛顿互惠银行(Washington Mutual Bank)两家银行由于大量发放复杂房贷产品，包括 Alt-A、房屋净值贷款(Home Equity Line of Credit, HELOC)、选择性可调整利率贷款(Option-ARMs)，将遭受重创，股票也将会全部跌光。

到了9月份，张鸿飞无情的预言不幸言中。“两房”被政府接管，被注入资金2 000亿美元。华盛顿互惠银行被美国联邦存款保险公司(FDIC)查封、接管，成为美国有史以来倒闭的最大规模银行，最终被摩根大通廉价以19亿美元收购。美联银行摇摇欲坠，股价暴跌，9月底由政府调停被花旗集团以每股1美元的股价收购，一周内被富国银行以每股7美元的价格抢购。

肆虐至今，金融海啸究竟将持续多长时间？它对美国和全球的经济将带来何种冲击？金融海啸背景下应该有怎样的投资策略？记者在纽约访问了华尔街知名华人交易员、欧洲 Dexia 金融集团 FSA 金融产品部首席风险官张鸿飞。

证券化机制不是错

记者：怎样看待资产证券化机制在这次危机中的角色？危机使我们得到了哪些教训？

张鸿飞：现在一种流行的说法是危机源于前几年无节制的放贷，包括大量的次贷，然后由华尔街投资银行将这些次贷资产打包，或者说是证券化，将次贷危机转移到其他金融机构，使得风险扩散到欧洲和亚洲。但是资产证券化作为一种商业操作，本身不应该承担责任。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证券化过程中需要改变的是，应当将贷款发放银行、证券承销商、证券投资机构多方的利益绑在一起，大家共同承担风险。目前的情况是，贷款机构将贷款发放出去后，然后负责向借款方偿还贷款本息提供服务，并收取手续费用。贷款本身则已经通过证券化被销往投资机构，贷款机构也因此不必承担任何风险。如果贷款变成坏账，贷款机构的损失仅仅是每月手续费用的降低。这导致贷款机构对贷款门槛的降低，大量滥发贷款，让低信用的消费者获得融资，从而导致房地产市场产生泡沫。泡沫破裂后，次贷违约率节节攀升，使持有次贷债券的投资机构蒙受巨大损失。

建议改进的方法是，今后贷款机构在通过投资银行发行债券、债券按照风险高低被划分成若干组块时，监管机构应该强迫这些债券发行方的贷款机构参与投资每一组块的一部分。其投资必须覆盖 AAA 评级的超优级的组块(Super Senior Tranche)以及债券中违约率相对较高的所谓股权组块(Equity Tranche)。债券发行方持有这些组块的百分比则要看其(愿意)承担的相应风险(高低)。强迫贷款机构承担风险，将使得他们在今后发放贷款时更加谨慎，审查贷款人资格时会更加严格。贷款发放后的违约率也自然降低。

此外，对房屋贷款证券化应当要求有足够的保证金(Margin)。目前的房屋贷款证券化中，贷款价值比率(Loan-to-Value，LTV)放宽到 100%(即国内的零首付)。如果将有些家庭的两项房屋贷款相加，LTV 甚至高于 100%。在此情况下，一旦房价下降，房贷很容易违约。目前的房屋净值贷款(HELOC)、选择性可调整利率贷款(Option-ARMs)等房贷产品造成在房贷违约时没有回复价值(Recover value)的现象。这种情况应该改进。

记者：证券化产品的复杂性也广为诟病，投资人并不能很好地理解产品本身。能否解释一下简化证券化产品结构的必要性？

张鸿飞：目前次贷资产的一再减计是因为交易市场中资产抵押债券(Asset Backed Securities，ABS)的非流通性。而非流通性的一个主要原因是没有多少人能够理解这些资产的结构和风险。这些复杂结构证券由各大投行的数学博士研发成功，其风险结构之复杂，连雷曼的 CEO 都搞不明白，普通投资者则更难把握。当大家不愿意购买这些 ABS 资产，交易市场上资金枯竭时，这些资产的流通性也大为降低，导致资产大幅贬值。根据贷款的违约率和提前付清情况，今天的证券化资产的现金流(Cash Flow)有多种复杂的触发因素。ABS 资产结构简化后，懂得这些资产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的投资者会更多，也更会分析这些资产，市场上的流通性自然增加。

记者：债券交易市场上以 ABS 打包成的 CDO、CDO 平方更难被外界理解。

张鸿飞：这些第二代证券化产品最好是被取缔。今天出现的问题，部分是由于金融工程的不断创新，证券化资产被进一步打包证券化。进一步证券化后，新资产的风险构成完全改观，一旦交易市场受到打压，这些资产将彻底报废，从而殃及债券持有人。产品设计者在刚开始发明出这些资产时，希望资产之中有关联因素，利用非常复杂的模型对其分析，这样的交易被称为相关交易（Correlation Trading）。但真正的情况是，在一个具有系统风险的市场，债券中的所有抵押贷款具有完全关联，可能全盘皆输，并将第二代证券化资产，包括最优评级组块的资产价值冲销殆尽。

记者：在中国，资产证券化正处于起步阶段。对此有何建议？

张鸿飞：证券化机制将不会因此消失，并且还会是包括中国在内的任何市场的一种主要融资渠道。对中国而言，证券化将会使得消费者的融资渠道更加多样化，从而刺激消费，促进中国从出口导向型经济转型为内需导向型经济。经济危机之后，证券化机制将更加透明、简单明了，受到更多的监管，从而降低与其相关的风险。

多样化投资无法避免系统性风险

记者：国内的普遍看法是华尔街金融机构、投资银行在这次危机中扮演了不光彩的角色，如果没有这些机构，这次危机是不是可以避免？

张鸿飞：这是一个很复杂的问题。华尔街金融机构本身参与风险运作。风险运作按照定义来说是承担风险。风险越高，投资暴涨暴跌的几率均在增加，从而导致一些金融机构的亏损乃至破产。无论这些机构是对冲基金、投资银行、保险公司或其他类金融机构。如果你在参与风险运作过程中 99%的几率是盈利，1%的几率是亏损，那么你仍然有可能会亏损，甚至亏损数额远超过以前的所有盈利。这是承担风险的规律。风险运作过程中需要尽量降低风险、减少亏损总量。对所有机构而言，这涉及到需要采取对冲等措施，进行多样化投资，将亏损降到最低。

但是，即使采取多样化投资，系统风险仍然无法避免，这便是目前大家看到的金融危机。可是这一金融危机并非金融机构的危机，而是金融市场危机。当投资机构发现优质评级的次贷资产在导致亏损时，他们便避开所有复杂的证券，这又导致了其他类别债券市场的失败：从短期融资商业票据（Commercial Paper）市场，到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拍卖利率证券(Auction Rate)市场,尽管这些市场传统上被认为是较为保险的市场。

这场危机今后将被反复研究。过去几年我们或许可以做很多事情避免这场危机。但是每场金融危机都有其特殊性,危机毕竟难免。现在知道了问题的根源,我们所能做的便是将危机降到最低,防止其进一步扩散。

记者:你对这场危机中风险管理的失败如何看待?

张鸿飞:现在媒体上有很多讨论,说这次危机是风险管理的失败。但是,巨额亏损有时并非是因为风险管理的失败。即使有完善的风险管理,这种情况也会发生。风险价值(VaR)是目前金融市场和金融机构测量风险的主流方法。如果一个金融机构从其 VaR 数值中知道该机构有 99%的几率赚钱,1%的几率赔钱,这一机构已经完全知道了投资的风险分布情况。在此前提下如果该机构蒙受巨额亏损,风险管理部门无法采取进一步改善措施。你可以说这是公司管理层的决策失败——因为管理层决定了对次贷资产的大规模投资。要知道如何改善风险管理,首先需要懂得风险管理部门的几项主要职能。这几项主要职能牵涉到很多技术细节。

去杠杆化效应导致资产贬值

记者:能不能解释一下去杠杆化效应,这种效应将带来何种连锁反应?

张鸿飞:美国金融系统经历了一场休克。正如一个刚刚发作过心脏病的病号需要经过一段时间恢复一样,金融系统也需要时间慢慢恢复正常。病人的康复取决于其身体状况。美国政府的措施是向金融系统注入资金,增加流动性,以防病号再次休克。雷曼的崩溃、AIG 被政府接管、美林集团匆忙与美国银行联姻,高盛和摩根士丹利转型为银行控股公司均在一周以内完成。这些心脏病的病因是当时信贷市场过分宽松,得到资金太方便,从而使得这些金融机构过分地放大杠杆机制,导致现在的残局。心脏病人休克后要休息一段时间,遵循原有的健康生活习惯,慢慢减肥,方能逐渐康复;金融系统也是同样的道理,去杠杆化也有一个漫长的过程。政府巨额资金注入的救市措施可以防止再次发生类似雷曼轰然崩溃的惨剧,但是由于信贷市场的冻结,这些措施并不能从根本上解决问题。在此次去杠杆化的过程中,将有大量的非理性的、强制性的资产甩卖,并会导致资产价格下滑。在目前的市场上,所有金融产品的交易均是在无杠杆的前提下进行。换句话说,以前的投资是从信贷市场借贷,再将其以杠杆机制放大若干倍,这种投资带来的收益如今可以在没有借贷的情况下实现。这是去杠杆机制的效应,此效应会导致资产的贬值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

记者：全球央行联手减息、政府向各自的银行注入资金是否会避免一场深刻的金融危机？

张鸿飞：由于全球各国央行、政策制定者的通力合作，我们或许不至于步入更加严重的经济危机。不过，目前的情况是，即使新的资金被注入到银行系统，银行系统也极不愿意放贷，银行内部的风险管理日趋严格，放贷门槛大幅提高，即使将贷款发放出去，贷款方无论是个人还是企业在预算中也相当谨慎。此外，美国民众现在突然醒悟，觉得勤俭节约或许是一良策。这些行为反馈到经济系统中，其结果是房地产市场的进一步下跌。这一次的经济衰退时间或许长达 2 到 4 年。

记者：去杠杆化和经济放缓是否关联？美国银行收购美林、摩根大通收购华盛顿互惠银行的金融机构之间的合并是否会持续？

张鸿飞：去杠杆化和经济放缓不同，但是这次却关联在一起。两者相辅相成，产生了多米诺效应。其结果是近期内将有更多的金融机构倒闭或者合并，特别是在对冲基金板块。

大型银行如美联银行、华盛顿互惠银行的倒闭现象不至于再发生，首先是财政部开始将 2 500 亿美元的资金注入银行系统，此外房屋贷款产品如高风险的可调整利率贷款产品(Option ARMs)有数年的拖延效应，后果不可能在短时间内爆发出来。

美元大量增发将导致通胀

记者：现在中国是美国国债的第一大债权国，如何看待美国国债的风险？

张鸿飞：贪婪，在 2007 年导致房屋市场达到高峰，信贷息差(Credit Spread)降到历史新低；目前，恐惧和所谓的“安全投资转移”导致长期年溢率(Long-term yield)升至 4%。今后一段时间的长期年溢率或许低于这一数字，然后最可能的结果是该数字将继续攀升，原因是美国政府将逐渐大量发行国债用于收购不良资产救助计划(TARP)中的银行不良资产以及担保银行的债务，这必将导致政府资产负债表的增加。日本的 10 年期国债的年溢率曾达到 1%，美国国债则似乎没有这种运气。美国的国债需要外国政府的投资，而各国政府越来越醒悟到手中持有的美国国债投资将会因此被稀释。

记者：如何理解美国国债永远不会违约，美国可以大量发行货币偿付国债？

张鸿飞：企业债券的违约是没有按时偿付债券的利率以及本金。主权国家债务的违约则体现在大量新增货币发行，其结果将会导致货币贬值和通货膨胀。美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国金融业的几乎解体逼迫美国政府将私营企业的信贷风险转嫁到公共部门，从而将信贷风险转为通货膨胀风险。这样，目前的债务在今后将以贬值的美元偿付。政府永远不亏，但是长期国债的投资者却注定会亏损。

记者：谈一下你对全球股市的展望。

张鸿飞：去杠杆化是一个漫长、惨痛的过程，每个人都会或多或少地受到影响。次贷危机刚开始被认为是一个美国的问题，现在欧洲意识到这一问题已不仅仅局限在美国，而是全球的问题、所有行业板块的问题。危机源于贝尔斯登两只购买次贷资产的对冲基金的崩溃，使得大型债券保险公司(Monolines)遭受重创，牵累市政债券市场和其他经纪商。这些经纪商依赖单线保险业在债券违约时提供的担保来转嫁风险。多米诺效应引起全球金融机构的恐慌，使得隔夜借贷和信贷市场的冻结。目前，政府的对策是对货币市场大量注入资金，将银行和金融机构部分国有化。这些措施的耗费巨大，今后几年，此类耗费还将会逐渐上涨。各国政府增发货币，全世界埋单。或许股票市场会暂时趋于稳定，短期内也许会小幅攀升，但是经济依旧萧条，萧条后的增长将极为有限。将通货膨胀计算在内，股票市场从长远来讲不再会提供高额回报。

没有坏的资产，只有坏的价格

记者：股市和长期债市都不是投资的场所，那么在目前低迷的市场环境下，真正的投资机遇在哪里？

张鸿飞：投资过程中从来没有坏的资产，只有坏的价格。这次金融危机中的去杠杆化和对风险的减缩带来了前所未有的对贬值资产的投资机遇。目前金融机构着重于缩减风险，改善资产负债表。由于流通性的枯竭，有很多包括次贷在内的证券在交易市场大幅贬值，给投资者提供了以风险调整为基准(risk-adjusted basis)的高额回报机遇。

这是因为去杠杆化过程导致融资的困难，加剧杠杆化的困难。以前金融机构要得到这些高额回报需要利用极高的杠杆机制。目前的投资机构在回避这些资产，也不愿意此类投资提供融资。当这些证券在整个市场无人问津时，以风险调整为基准来看便变得相对廉价，从而有吸引力。目前很多证券的交易价格是在非杠杆化的高溢率(high yield)交易水平。

例如，资产抵押债券中的一种证券叫做“顺次偿付首层组块”(Front Sequential

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Pay Tranche，下称“首层组块”)，首层组块的期限仅为一年左右，债券发行方将打包贷款的所有本金的回收全部先偿付首层组块投资者，直到该组块到期，剩下的再流向其他组块。由于这种顺次偿付原因，如果打包成该种证券中贷款有80%违约，这种首层组块也不会受损，同时该组块在一年左右即可从市场退出，这种证券目前在交易市场上的年溢率是15%左右。

再举一个例子，在商业房贷抵押债券(CMBS)中，最安全层次的组块(Super Senior Tranche)在债券中贷款的30%违约也不会受到影响，目前该组块在交易市场的年溢率与首层组块相似。

投资者如果仔细分析并选择投资证券，仍然能得到较高的回报。目前我们尚不知道市场是否已经跌到谷底，可是如果以风险调整为基准，投资人现在可以获得高额的回报，而这些回报前几年只有在高杠杆的情况下方能实现。

记者:这就将我们的话题引向下一步，中投公司在海外的投资。中投的几项海外投资如黑石私募股权基金、摩根士丹利等均导致巨额亏损。你的看法如何?

张鸿飞:中投对黑石、摩根士丹利投资的亏损在国内外引起广泛抨击。我想从另一个角度看此问题。投资的过程是一个承担风险的过程，投资方当然有可能亏损。但只要是个别投资经过仔细研究和分析，同时是一个大规模的战略或者长期价值资产配置过程中的一部分，那么我们将会在一个整体投资组合的框架下看待个别投资。中投是一个新成立的国家主权财富基金，要进行大量的投资。对黑石、摩根士丹利的投资仅仅是他们投资组合中的一小部分。新公司在成立之初有大量的工作要做，例如要设立资产投资组合战略，一项投资之后要进行风险管理和监控。随着时间的推移，中投会从这些投资的教训中获得更多的经验，中投也会招聘更多有经验的投资经理。中投的投资期限并非一两年——他们的最终目的是在长时间内取得稳定的回报。我相信中投会不断完善其投资战略和过程，更加合理地配置资产，在固定收益资产和股票资产、非流通性和流通性证券之间找到平衡。他们会利用衍生产品对投资项目进行对冲，从而提高回报率。短期内的涨跌是投资中必不可少的特征，尤其是在目前的资产贬值、股市暴跌阶段。放眼长期价值投资是中投应当同时将会采取的战略。

(采访人　仲　宇)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

编辑点评

“投资过程中从来没有坏的资产，只有坏的价格。”张鸿飞用这句形容金融危机下的投资机会。这次金融危机中的去杠杆化和对风险的减缩带来了前所未有的对贬值资产的投资机遇。目前金融机构着重于缩减风险，改善资产负债表。由于流通性的枯竭，有很多包括次贷在内的证券在交易市场大幅贬值，给投资者提供了以风险调整为基准(risk-adjusted basis)的高额回报的机遇。

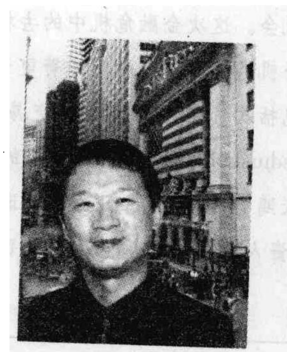
张鸿飞称，目前我们尚不知道市场是否已经跌到谷底，可是如果以风险调整为基准，投资人现在可以获得高额的回报，而这些回报前几年只有在高杠杆的情况下方能实现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金松：在低 PE 股票中选择高增长率个股

金松股海档案

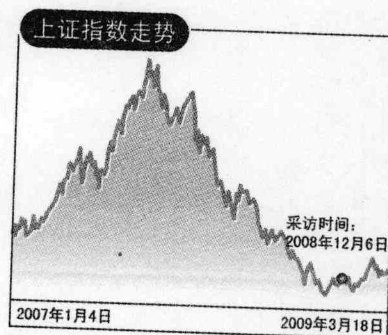
- 出生于中国，有中国、新加坡、美国教育和工作经验，具有 10 年以上私募股权基金、企业顾问管理咨询和商业银行的工作经验。
- 在加入 Gotham 前，曾任德勤管理咨询顾问公司金融机构业务部高级经理和新加坡华侨银行投资银行部副总裁。
- 美国华盛顿大学商学院 MBA、新加坡南洋理工大学博士和西安交通大学学士。



金松：纽约私募股权基金 Gotham 投资顾问公司副总裁

操作技巧

- 如果将市盈率与公司的基本面相对照，低 PE 的股票有时意味着高风险、低增长率。根据低市盈率投资股票可能隐藏着很大的风险。较好的投资策略是在低 PE 的股票中选择那些高增长率和低于平均风险系数的个股，但是投资者要做好长期投资的准备。
- 我更加倾向于用低 PEG 来决定对个股的挑选。PEG 是市盈率(PE)除以盈利增长率(Earnings Growth Rate)。与 PE 参数相比，PEG 中添入了盈利增长率的内容。换言之，一只股票如果具有低的 PEG 数值，这只股票具有较好的价值(相对低廉的 PE 值)或者较好的盈利增长率(较高的 G 值)。



采访时间：2008 年 12 月 6 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

感恩节前的纽约洛克菲勒中心，全球最高的圣诞树已经从外地运抵、安装完毕，矗立在飞翔着的普罗米修斯金色雕像上方，工人们正在圣诞树上装饰数万只彩灯，迎接圣诞节的到来。2008年的这株圣诞树来自新泽西州一个小镇，在1933年美国大萧条中栽植。与往年相比，前来纽约旅游、到第五大道大肆采购奢侈品、流连洛克菲勒中心的欧洲及美国外地游客明显减少。全球金融危机逐渐升级，已经影响到旅游、奢侈品销售行业。

在这种低迷压抑的大环境中，2008年11月下旬，记者在纽约洛克菲勒中心采访了纽约私募股权基金Gotham投资顾问公司华人副总裁金松。Gotham投资顾问公司，参与管理私募投资基金的设计和募集，包括设计投资策略、分析投资机会和监管投资基金。负责管理私募股权基金投资业务的全过程，包括开发、分析、调研、投资管理和退出。

走出危机需较长时间

记者：距离2007年8月的危机爆发已经过去了一年多。金融危机是否已经触底，经济何时开始复苏？

金松：没人知道多长时间会复苏。有人认为复苏的过程是“U”形，甚至是“L”形。但是一个共识是复苏的过程不会是“V”型。不管是U形或者L形，市场在走出低谷前将在低谷停留较长时间。

这次金融危机中大家的信心受到了极大的冲击，所遭受的损害需要长时间的修补。我自己认为这次萧条将要延续2至3年。两三年之后，我们会看到一线曙光。这是乐观的看法。悲观的看法是萧条将要延续5至6年，不过我不这样认为。原因是美国经济的基本面仍很健全。美国人敢于冒险，同时美国有健全的法制、全球最大的中产阶级消费市场，以及相对廉价、方便的融资渠道。2007年美国的外商直接投资(Foreign Direct Investment)超过2 500亿美元，而中国的外商直接投资则为600亿美元。

记者：如何避免危机的再次发生？设立更多的监管机制能否解决问题？

金松：这场危机远没有结束。这次风暴结束后，我们当然希望华尔街、监管机构、美联储从这场一生难遇的危机中得到教训，政府将建立更合适的监管机制防止危机的再次发生。但是这是一个极具挑战的任务。一方面，你不希望政府对华尔街施加太多的监管和约束，这样会扼杀华尔街的创新。华尔街之所以是华尔街正

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是由于其不断的金融创新。另一方面，你希望政府起到保驾护航的角色，在危机现出苗头时立即采取措施。2000 年出现了互联网泡沫、现在又有了源于次贷的金融风暴，这类危机反复出现的原因正是由于金融体制中的系统性风险。

我们能够做的是在危机之初立即制止。这就像你对 50 岁以上的人说要每年检查癌症病灶。即使发现，仍然处于早期，可以立即展开治疗，防止其进一步扩散。但是华尔街各相关机构由于各自的利益不同，有时候即使预料到了危机临头，也并不会公开挑明。

求解中国投资战略

记者：你对目前的股市以及金融市场的看法？

金松：奥巴马就职前，未知数太多，股市将会不断动荡。不要在股市投资。

记者：中国政府和企业应如何利用这一前所未有的机遇？

金松：三个方面：现阶段不要投资美国股票，股市尚未见底；即使要买，也不能买你不懂的或者不知道估价的资产；建立自己的风险管理机制。

记者：如何看待中国现在是美国国债的最大债权国？

金松：中国没有其他选择。在全球市场普遍下滑的关头，美国仍是相对安全的投资渠道。虽然遭遇金融危机，美国经济在全球仍然是最大、最强。欧元区、日本的经济尚未造成对美国的挑战。对欧元、日元资产的投资比对美元资产的投资风险更高。美国国债虽然回报较低，目前仍是最安全的投资。此外，中国将外汇借给美国，购买更多的美国国债，美国可以采购更多中国产品，增加中国的出口。一旦中国不再购买美国国债，美国将无钱进口中国的产品。况且，即使中国不来购买美国国债，也会有其他的投资机构争相购买美国国债。现阶段，中国的出口工业对美国客商订单的依赖，比美国对中国购买美国国债的依赖更加强烈、急迫。在不久的将来中国应当在向美国借贷前要求加上附加条款。

记者：如何看待中国国家投资公司、中国的长期投资策略？

金松：像其他国家的最大主权财富基金、对冲基金以及大型机构投资基金一样，中国国投目前积累了大量的现金。在当前全球股市继续动荡不安的局势下，对短期投资而言，这(指买美国国债)是明智之举。但是长期的战略角度来看，中国应当开始与欧美等严重缺乏现金的国家交换意见，对拯救这些国家的金融机构、非金融机构提出条件。中国应当仔细考虑应当对哪类行业进行战略性投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

PE行业在危机中的版图

记者：现在中国兴起了私募股权基金热潮。能否向大家介绍一下私募股权基金（Private Equity，下称“PE”）的基本运作程序？

金松：与在金融市场上公开交易且流通性较大的股票、共同基金、债券等证券不同，PE基金通常仅对流通性不强的企业进行投资。PE基金可以控制这些公司的资产、营收，进而带来高额的投资回报。PE基金交易的另一个特征是收购时对“高溢率债券”（High-yield bond）借贷的广泛使用，进一步提高投资的回报率。

杠杆融资收购（Leveraged Buyout，LBO）是PE投资最通常的形式。其他形式有风险投资（Venture Capital，VC）、夹层投资（Mezzanie Financing）。这些投资的区别在于投资出现在企业的运营阶段。风险投资是在企业的初创阶段对其投资，夹层投资利用股权与债权之间的资金，作用在于填补一项收购在考虑了股权资金、普通债权资金之后仍然不足的收购资金缺口。夹层投资一般在企业上市前完成。LBO则在企业的后期或者上市之后完成。

PE基金在选择投资目标时，通常寻找成熟但是表现不佳的企业，企业具有被市场检验过的产品、忠实的消费群体、稳定的现金流。这些企业可以是一家上市企业的子公司，但是经营不善或者已经对母公司的运营不再起战略地位。另一种投资目标则是具有稳定的现金流但又不够资格上市的家族企业。

为了达成收购的目的，PE基金必须从商业银行或者其他机构借贷。换句话说，这些交易具有高额杠杆比率。比如，一个公司在被PE基金收购前市值为4 000万美元，股票由多家机构所持有，此外又有6 000万美元的债务。一个PE基金提出要以5 000万美元从股东手中收购所有股票，同时接手这6 000万美元的债务，或者以新债抵偿旧债。为了这笔1.1亿美元的收购交易，PE基金出资2 000万美元，这些资金可以从其他基金、企业或者富裕家族中融资。另外的9 000万美元则需要通过发行“高溢率债券”，正如购房时从银行贷款一样。发行的债券数额比率视市场环境、现金流情况而定，通常为收购额（1.1亿美元）的80%～90%。

PE基金在收购了企业之后，将对其管理进行控制，改组管理结构和流程，尽量扩大现金流，用于债务的利息偿付，或者企业的扩张。PE基金一般希望与原有管理层合作；若原有管理层不尽如人意，PE基金将从外界招募培训新人。

在PE基金对企业毫不留情地削减开支、提高效率之后，PE基金将要退出投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资，退出方案包括让公司上市(IPO)、转卖给战略投资企业或者转卖给另外一个 PE 基金。

记者：金融危机对私募股权基金行业的影响与冲击？

金松：狂跌的股市以及信贷市场持续的紧缩给 PE 行业提供了极大的机遇。与前几年相比，PE 基金将有更多的机会向快速增长的企业提供融资，同时企业的估价将会更为合理。

记者：对中国 PE 基金行业的看法？

金松：2008 年中国的 PE 基金行业发展迅速，但是尚未成熟。中国 PE 基金公司的增多伴随着中国股市的暴跌以及中国银行的信贷紧缩。

在 2006、2007 年中国股市气势如虹时，很多企业要求对自己高价估值。如果企业无法从 PE 基金处获得这些高价估值的融资，它们会上市，在公开的股市融资。当时原始股上市的当天股价便会翻倍。2007 年 11 月后中国股市下跌 50%以上，这种现象已经消失。很多企业家现在又回过头来向 PE 公司寻求融资，融资条件也不再苛刻。

中国银行系统的变化也为 PE 基金提供了更多的空间。中国的银行业虽然受到次贷的冲击不大，但是银行不能像以前那样过度放贷。

为了抵御日益严重的通货膨胀，政府一度将银行的法定存款准备金率从年初的 16%增至 17.5%。此外银行更加愿意将贷款发放给国有企业或者大型私营企业，使得那些即使甚为盈利的中小私营企业无法从传统的贷款融资渠道获得融资。他们会更多地通过 PE 基金获得融资。

但是中国的 PE 行业仍然面临挑战。近几年中国 PE 行业的现实是资金过剩、项目稀少。除了企业价格高估外，监管机构禁止对若干行业的投资。另一个问题是投资机构担心中国企业的金融财务透明度。此外，由于股市的暴跌，对中国企业投资的 PE 基金公司退出投资的渠道被极大地约束。如上所述，退出投资的渠道有三种，包括 IPO、转卖给战略投资企业或者转卖给另外一个 PE 基金。但是中国绝大部分的 PE 基金选择 IPO 的方式退出投资。由于中国国内的 PE 交易市场处于萌芽状态，以及国内的上市企业的扩张计划一般希望通过内部扩充而非西方国家的并购，PE 基金退出投资的后两种方案在中国极为少见。中国内地的上海、深圳两个股票交易所要求等待时间是 12～18 个月。香港股市 85%被中资企业占据。新加坡股市的交易量太低。这便使得纽约的股票交易所是大多数中资 PE 基金退出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资的最佳途径。

这种交易一般在场外交易议价板(Over the Counter Bulletin Board,OTCBB)以反向并购(Reverse merger)的途径达成。反向收购(又称买壳上市)是指中国的非上市公司收购一家在OTCBB上交易的壳公司股份控制该公司,再由该壳公司反向收购非上市公司,使之成为上市公司的子公司。一个典型的买壳上市由两个交易步骤组成。一是买壳交易,非上市公司股东以收购上市公司股份的形式,绝对或相对地控制一家已经上市的股份公司;二是资产、股权转让交易,上市公司收购非上市公司而控制非上市公司的资产、股权及营运。中国公司通常会同一家美国投资机构结盟。经过两年的美国财报、审计以及其他规则,这家公司将有可能在NASDAQ上市。

用PEG策略选择个股

记者:大家希望知道你如何选择个股?购买股票时选择低的市盈率(Price-to-earnings,PE)能否带来高额回报?

金松:通常的观念是,股票的市盈率越低,股票越廉价,投资价值越高。历史上的数据也证明低PE的股票回报率高于高PE的股票。不过,如果将市盈率与公司的基本面相对照,低PE的股票有时意味着高风险、低增长率。根据低市盈率投资股票可能隐藏着很大的风险。较好的投资策略是在低PE的股票中选择那些高增长率和低于平均风险系数的个股,但是投资者要做好长期投资的准备。

我更加倾向于用低PEG来决定对个股的挑选。PEG是市盈率(PE)除以盈利增长率(Earnings Growth Rate)。与PE参数相比,PEG中添入了盈利增长率的内容。换言之,一只股票如果具有低的PEG数值,这只股票具有较好的价值(相对低廉的PE值)或者较好的盈利增长率(较高的G值)。举例来说,如果A公司的股票价是20美元,公司上季度的盈利每股为1美元。PE数值是20/1=20。如果其盈利在2007年的增长率是20%,那么该公司股票的PEG值是20/20%=100。同样,我们可以假设B公司的PE值是20,但是2007年盈利增长率是10%,那么B公司的PEG值是20/10%=200。当然投资者将选择A公司的股票。

将G值放入PE值中的计算是一个有效的方法。投资者应当利用PE值作为一个筛选条件,而非选择股票的条件。顾名思义,PE值表明一只股票是否偏高,以便投资者可以避开,将其从剔除。加上了G值后,投资者可以更加看清那些真正值得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资的股票。

记者:除了PE值以及PEG值之外,还有什么值得注意之处?

金松:在考察一个公司的PE值之外,投资者还应当注意此公司的行业板块、公司运营处于商业周期的什么阶段。低值的PE或者PEG一般对经典的成长类型公司适用。对于周期性行业的公司,股价处于低PEG时该行业往往处于商业周期的顶峰。我们可以回顾一下大宗商品行业如石油、钢铁,这些公司的盈利由期货的当前价格决定。当期货的价格较低时,由于公司的盈利较低,股票的PE值较高;但是当期货的价格上涨时,由于公司的盈利上升,股票的PE值将回落。如果查询一下此类公司股票在过去的表现,我们可以看到,股票大幅上升前一般PE值较高,暴跌前的PE值较低。所以,仅凭PE值或者PEG值选购股票仍然不够,否则我们人人都是富豪。

记者:上述是个人投资股票的情况。你们PE基金如何选择投资项目提高投资回报?

金松:以前的PE公司仅仅是被动地为对方企业提供融资,现在PE公司则更加主动地参与被投资公司的价值创造过程。原因之一是PE公司的日益增多,竞争更加激烈。

被投资企业需要商业伙伴为其商业成长、管理经营提供帮助,PE基金开始超越资金供应商的角色。有些PE基金对被投资企业的商业模式相当精通,正积极参与企业的运营、管理。PE基金公司注重被投资企业达到两项目标:成长扩张、完善经营。

开发新型产品服务及经营地域;为管理层打开社交渠道、扩大客户、供货商、合伙机构;为企业寻找并购对象,使得企业成长;为企业寻求最新知识以及行业最新动向;从外界招聘新鲜血液。

PE基金着重以下三种策略为被投资企业创造价值:第一是让不同被投资公司之间取长补短;第二是让被投资公司之间互相并购;第三是将众多零散的外包计划统筹安排。

策略一简言之便是交叉销售。如果一家PE基金的投资组合中有三家企业在三个城市,每家企业有自己的品牌、客户和销售渠道,PE基金将力促这三家企业合作,达到1+1+1大于3的效应。

策略二是策略一的延伸,适用于投资组合中同样类型的企业。企业规模的扩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大、服务种类的多样化，将更加在全球市场中具有竞争力，从而提高PE基金的投资回报。客户服务全球化又加强了这种趋势。比如美国企业对印度、中国的IT公司、客户服务公司的收购。

策略三对跨国收购的并购案利尤其有效。如果一家中国企业希望进军美国，如果让这家企业在美国从头开始将会非常困难。快速的方法是由一家PE基金在中美两地各收购一家企业。美国的企业应当有相当的品牌、高端的研发部门、过硬的营销梯队。中国的企业应当在中国有制造装备和功能。PE基金将制造外包到中国，既可以节约开支，又可以将技术转到中国，三方皆赢。

（采访人　仲　宇）

编辑点评

作为一名PE行业的资深人士，金松对好公司的见解是独到的。而他对在二级市场如何挑选一家好公司，也有自己的理解。

金松强调用低PEG（市盈率除以盈利增长率）来决定对个股的挑选。与PE参数相比，PEG中添入了盈利增长率的内容。换言之，一只股票如果具有低的PEG数值，这只股票具有较好的价值（相对低廉的PE值）或者较好的盈利增长率（较高的G值）。

不过，低值的PE或者PEG一般对经典的成长类型公司适用。对于周期性行业的公司，股价处于低PEG时该行业往往处于商业周期的顶峰。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

吕志华：Accumulator 是这样“杀人”的

吕志华股海档案



吕志华：香港保障投资者协会会长
确思传信财经顾问公司董事总经理

● 现任香港保障投资者协会会长、确思传信财经顾问有限公司董事总经理。在 20 世纪 90 年代为香港著名证券分析师，从事证券及传媒业逾 15 年。曾于多家证券公司任资料研究部董事，并曾担任《香港经济日报》投资版主编，为香港《资本杂志》、《香港经济日报》等撰写财经专栏。

● 吕志华撰写的财经书籍包括《香港股票投资大全》、《教你逃过大跌市》、《香港股灾重温》、《揭开上市公司狂蚀之谜》等，最新著作为《I Kill You Later》。

操作技巧



采访时间：2008 年 12 月 27 日

● 中资股已经见底，在抢反弹中，毫无疑问，我会选择基建股，它们的反弹将是最快的，像中交建设、中国中铁以及安徽海螺等都是不错的选择对象，它们会成为第一波的反弹焦点；接下来的第二波对象应该是中资的银行和其他金融股，如保险类等，因为它们会受惠于内地的经济刺激方案。

● Accumulator 之所以让这么多富豪出现巨额亏损，是由于它采用了极不合理的“假设亏损”机制。这是个很有争议性的合约，即当股价下跌时，即使你的合同还没有到期，它也会假设你直到合约届满时仍然亏损，并要求客户补足巨额差价损失。而且很不公平的地方是，在股价上升的时候，投行可以随时中止合同，而股价下跌时，你则无法迅速取消合同。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

圣诞节前的香港，街道与大楼均被点缀得异常亮丽。各个高档写字楼内，均开始用彩灯与圣诞树打扮气氛，大家希望用节日的气氛来冲淡这一年的所有不愉快。

不论圣诞妆饰的外表如何鲜艳明亮，2008 年对于大多数香港投资者来说，一个痛苦的回忆已经形成。从 2007 年 10 月底的 32 000 点高位到 2008 年 10 月底的 10 600 点的最低位，恒生指数经历了有史以来最令投资者心寒的下挫。

毫无疑问，那些挣扎在经济衰退边缘的香港普通大众已经从飞涨的物价和房租体会到生存的不易，相比之下，那些富豪投资者或许并不用为柴米油盐发愁，但这并不意味着他们 2008 年将会过得更好——这场金融海啸已经令香港大部分的富豪身家大幅度缩水，而且给他们留下的后遗症恐怕还需要时日才能完全解除。

在这种节日欢乐气氛与低迷的经济相交杂的大环境下，2008 年 12 月中旬的一个下午，记者在香港上环区的南丰大厦采访了香港保障投资者协会会长、确思传信财经顾问公司董事总经理吕志华。

吕志华早在 20 世纪 90 年代便是香港股坛的名嘴，在“非典”期间眼光独到的他逆市而为，一举买入多个物业单位，并大举买下数家公司的股票，这使得他在随后几年的牛市中收益高达 80 多倍，即使面临 2008 年的金融海啸，他的原始投资仍然有数十倍的获利，相当可观。不过吕志华自称 2007 年投资 Accumulator 失利，损失惨重，也希望投资者要以此为鉴。

中资股最大沽压已经消除

记者：距离危机爆发已经过去了一年多，我们看到 2008 年 10 月香港恒生指数出现了一次巨大跌幅，那一次是否是终极一跳？

吕志华：我不确认港股是否是终极一跳，但是我可以肯定地说，在恒指跌至 10 600 点水平左右时，大部分中资股已经见底。不过未来上升幅度也不会太高，中资股可能会出现上下波动的局面，只是最大的沽售压力已经消除。

记者：为什么你会认为港股并没有见底呢？

吕志华：这个判断主要是从技术上来说，并不是从基本面来讲。从基本面来说，港股也应该是见底的，但是由于港股中涉及到影响力巨大的汇丰控股(00005.HK)，在香港，汇控一直是外资的重仓股，也是它们最喜欢的做市工具之一，因此大多数港股的走势将会被这些外资所左右，一旦汇控成为市场抛空的工具，会连带不少港股以及恒指跟着下挫。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

记者:你刚才说到汇控常常成为外资的做市工具。近期也有一些香港富豪及股票经纪人在香港媒体上透露,香港市场近年来受到不少人为因素的干扰,矛头直指一些外资金融大鳄,甚至有人说就是一些跨国投行在作祟,你怎么看?

吕志华:我认为外资打压市场的源动力与2007年一些跨国投行推出的Accumulator投资工具有关。Accumulator也叫累股权证,一般由私人银行出售给高端客户。这种产品可以和外汇或者股票挂钩,通常合约为期约一年,主要是卖给专业投资人士(即最低投资额为100万美元的投资者)。它允许投资人在股价上升时以折扣价买股票或者外汇赚钱,但在熊市也必须按协议价格买入,甚至要求双倍购入股份,因此风险极高。你可以看到,如果市场上扬,对出售Accumulator的投行是没有什么好处的,但是如果市场下跌,他们则可以从中获利。

还有一个值得注意的原因,就是Accumulator属于OTC(柜台交易)市场,其市场总值高达一万亿港元左右,连同杠杆比率的放大效应计算,比主板市场总值超出很多,但是真正从事这个交易的跨国投行不过五六家,你说投行们会不会去造市?

记者:光凭这一点似乎还不够说明问题,还有哪些更进一步的迹象表明近一年来的恒指下跌与人为造市因素有关?

吕志华:我们可以打开恒指近年来的成交价来看看。2007年10月30日,恒指站在大约32000点的高位,到2008年10月27日刚好一年时间,恒指跌至10600点左右的最低位,随后恒指出现稳定上扬势头——这个周期刚好和2007年10月发行、2008年11月初到期的Accumulator合约时间相符;从以往各国指数的图线上,我们还很难找到从高位跌至低位恰恰好是一年的情况。

还有一件值得推敲的事。2008年10月27日,汇丰的股价在下午4点钟收盘之后仍站在78港元之上,但是在随后数分钟的竞价时段,大量的抛空交易将股价压至75港元以下,最终收于73.59港元,更离谱的是,这最后几分钟的交投量居然大大超过当天正常交易时段的平均交投,让人匪夷所思。

再看看,为什么近期恒指不再暴跌了?因为11月初Accumulator已经全部到期了,客户们也不会再买这种产品了。从这个意义上,我也可以得出结论,恒生指数已经经历了最低潮,接下来可能会有波动,但不会再有9月、10月的股灾情况出现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中资基建与银行股潜力大

记者:诚如你所言,中资股已经见底,投资者应该如何选择最具反弹潜力的股票?如果让你在中资股中作出选择,你会怎么挑选?

吕志华:毫无疑问,我会选择基建股,它们的反弹将是最快的,像中交建设、中国中铁以及安徽海螺等都是不错的选择对象,它们会成为第一波的反弹焦点;接下来的第二波对象应该是中资的银行和其他金融股,如保险类等,因为它们会受惠于内地的经济刺激方案。

记者:金融股能真正摆脱全球衰退和次贷问题的阴影吗?能否具体给出一些比较值得推荐的股份?

吕志华:香港的金融股不好说,因为它们的开放度太大,有关衍生金融产品的资产也比内地银行股多。但是就内地的银行股来说,我觉得问题不大。就个股方面来看,我看好招商银行(03968. HK)及中国建设银行(00939. HK),后者虽然已经升了不少,但是未来仍然可以有较好的增长率。

基建类股将是此轮中央经济刺激方案的直接受益者,而银行股则会受惠于中国的经济增长。

记者:消费类股呢,似乎不少香港的分析师都会建议关注。

吕志华:我并不看好消费类股票,此前我曾经认为蒙牛乳业值得投资,但是在发生了三聚氰胺事件之后,我对这个公司的看法已经有所保留,不再看好它。

记者:你如何选择银行股,最主要的判断标准是什么?

吕志华:应该主要考察这些公司的盈利能力和资产净值,这是我常用的判断标准。许多人看银行会用 P/B 值,但我认为对于银行来说,由于它们的最主要资产其实是人才,因此我觉得其盈利能力 P/E 值也相当重要。

最失败的投资:Accumulator

记者:能否也介绍一下,你觉得自己最失败的投资案例?

吕志华:2007 年在 Accumulator 方面的投资是个重大的失败。这次事件教训也很深,它让人明白,在投资的世界里,一次犯错都可能让你损失惨重。

记者:大约损失有多少,有没有数千万港元?

吕志华:差不多吧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

记者: Accumulator 被香港媒体喻为“富豪杀手”,能否具体介绍一下,这个产品为什么令这么多的富豪损手?

吕志华:私人银行在向客户推介 Accumulator 时,多数强调该产品是以折让价,以“每月储股票好过储钱”作为推销借口,而没有提及在股市下跌时,投资者须如何补付押金,使得不少人一直以为自己是购入一项稳健的投资产品,而对产品的风险却毫不知情。

不过 Accumulator 之所以让这么多富豪出现巨额亏损,是由于它采用了极不合理的“假设亏损”机制。这是个很有争议性的合约,即当股价下跌时,即使你的合同还没有到期,它也会假设你直到合约届满时仍然亏损,并要求客户补足巨额差价损失。而且很不公平的地方是,在股价上升的时候,投行可以随时中止合同,而股价下跌时,你则无法迅速取消合同。

记者:这么明显的不公平交易,投资者事先会不知情吗?

吕志华:事实上的确很多人,包括我自己在内,都事先没有得到合同的文本。因为这个产品原先主要是 OTC 的产品范围,它主要是投行跟客户之间的一种约定,大部分时候考虑到市场价格情况,是先进行交易,稍后才会把签约的合同寄给客户,有时根本就不会寄给你。

有一些海外投资者向我们投诉说,自己经常在睡梦中被投行的电话通知吵醒,对方告诉自己买了什么股票,但是大部分时候,他们迷迷糊糊之下根本不知道自己除了买卖股票,还有哪些其他条款需要执行,这一切都是两周后合同到手才发现已经铸下大错。

有些受害者说经常接到投行的电话,告诉已经帮你买了哪些股票,或是告诉你已经帮你交割了哪些股票,但是真正的合同文本要等两周之后才从投行在海外的分公司寄至香港,这时候你想取消交易都已经来不及了。这些合同是从海外寄来的,意味着香港本地的法律对这些合同没有管辖权,这也是为什么这么多买了 Accumulator 的投资者投诉无门的原因。

记者:那你们是什么时候发现问题?

吕志华:在 2007 年 10 月之后,市场出现逆转。一些 Accumulator 的投资者发现账户出现巨额亏损,才开始认真阅读合同文件,发现了其中的问题。我们协会已经收到约 40 宗有关 Accumulator 的投诉。但坦率地说,投资者要取得成功很困难。因为证监会及金融管理局等监管部门一开始对这个产品并不将其纳入监管范围,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此他们并没有插手，一些政府官员甚至不知道这是个一万亿资金的市场，足以对主板市场造成冲击。只是后来发生了雷曼事件之后，监管当局才觉醒到，不能忽略任何金融产品的风险。

（采访人　舒　时）

编辑点评

Accumulator（累股权证）是 2008 年许多富豪的伤心地。吕志华也在这个产品上面损失了数千万元。

经历了惨痛的教训后，吕志华对这个产品进行了深入的研究。这个私人银行曾经力推的产品其实有很多不合理之处，而投资者在当时的环境下并没有发现。

Accumulator 还引发了香港股票市场的动荡。吕志华称，2008 年 10 月底的一次暴跌，可能正是 2007 年高峰时发行的 Accumulator 大量到期导致的。就此，吕志华称恒生指数已经经历了最低潮，接下来可能会有波动，但不会再有 2008 年 9 月、10 月的股灾情况出现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

汪建:A股市场新的历史性投资机遇已经到来

汪建股海档案

● 1976年生,南京大学经济学硕士,2001年进入国泰君安证券股份有限公司,先后在研究所、总裁办公室、衍生产品部等部门工作,历任研究员、总裁秘书、一级研究员、董事总经理。

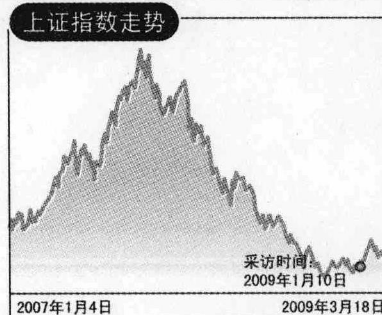
● 现任资产管理总部董事总经理、权益类产品投研业务负责人,兼任"君得益"优选基金集合资产管理计划投资经理。



汪建:国泰君安资产管理总部董事总经理
FOF集合理财产品"君得益"投资经理

操作技巧

● 目前(2009年1月)的市场估值水平下总体风险就不大,长期来看,目前价格买三类A股股票我认为是几乎没有风险的。一是具有不可替代性的消费类股票;二是投资品中的一些细分行业;第三类是有独特盈利模式的公司,市场应该给这种公司高溢价,尤其在它进入持续增长期以后,比如携程网。



采访时间:2009年1月10日

● 我一直相信和倡导α的理念。所谓α,也就是组合超越市场基准的超额收益,它的获取有两种途径,一个来源是"研究溢价",即靠研究能力、价值发现能力、定价能力获得比别人多的收益;第二种是由于市场参与者的集体失误带来的市场交易的溢价,我们把它称为"市场溢价"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2008 年 12 月 25 日，圣诞节，刚结束培训从美国回到上海的汪建风尘仆仆。作为国泰君安资产管理总部董事总经理，同时兼任 FOF 集合理财产品“君得益”的投资经理，他所掌管的“君得益”过去一年里在同类产品中始终名列前茅，全年业绩在所有券商权益类集合理财产品（含股票型、混合型和 FOF 产品）中排名第一，也跑赢了市场所有的偏股型基金。

不过，与“君得益”突出的业绩相比，更吸引我们的是汪建本人鲜明而坚定的乐观态度：“A 股市场新的历史性投资机遇期已经到来！”这种旗帜鲜明的论调在当前的基金经理群体中几乎已经绝迹。

而采访结束后，给记者留下最深印象的，倒是他的选股方法和投资逻辑。

历史性的投资机遇就在眼前

记者：对当下的 A 股市场，你的判断是“历史性投资机遇”已经到来。判断依据是什么？

汪建：2007 年年底，我们基于对 2008 年全球经济和金融市场的极端谨慎分析，在市场高点确立以来到 2008 年夏天，我们一直做得很保守。直到奥运之后我才觉得系统性风险已经释放得差不多了。当时 A 股在 2 500 点上下的区间，我觉得长期来看 A 股是值那个位置的。等到雷曼出事导致全球 9 月暴跌时我就开始连续地增加总体仓位了。那时 A 股一周内从 2 200 点杀到 1 800 点，我们每天都在加，重点是市场躲犹不及的重配大盘蓝筹和银行股的基金，因为我觉得股价已经反应过度了。我当时认为，对于金融业而言坏的东西已经反映得差不多了，也许还有好的。既然如此为什么不可以去买一点，况且估值如此便宜？退一步说就算被套也完全可以做长期打算。所以那时尽管没什么人去加仓但我们还是敢坚决买。

记者：理由就这么简单？你不担心经济陷入比较长期的低迷？

汪建：2008 年金融市场的确“黑天鹅”频出。但我认为当以正常的逻辑分析已经无法去解释这个世界时，就需要我们跳出来从更高的层次、更长的周期去看问题、看问题的本源。现在大多数人已经迷失在这次金融危机当中，觉得经济可能会陷入长期衰退，股票市场可能会长期低迷。我的观点是，只要不回到金本位和更古老的货币制度下，各国政府和央行的博弈结果必然是全球物价一定是长期向上运行的，不用担心以本币计量的各国经济总体会出现长期衰退。另外，从实体经济而言，只要各行业超额利润存在、技术进步存在和社会分工继续深入，人类社会和经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

济的持续增长就没有问题，而这几个前提几乎是确定性存在的。

在这个分析框架之下，第一，我认为全球经济会有衰退，现在下滑也还没见底，国内也一样，在这方面我跟大家没有任何分歧。但我看好未来三到五年的前景，我认为到时全球的经济一定会繁荣起来。第二，为什么A股是买入时机？因为估值很便宜了。投资者在市场中最容易犯的错误之一是仓位与信心成正比，信心越高仓位越高，信心爆棚的时候满仓甚至还杠杆投资；相反，信心越差越不敢买。但是我们恰恰应该在信心最差或较差的时候去买。因为信心高意味着估值高，信心是写在指数上的。

现在我们对短期经济趋势有无数个看空的理由，只有两个看多的理由，一是中期来看经济还是有可能繁荣起来，二是估值够便宜。除此之外我也找不到第三个理由，但这恰恰是我买股票的理由。2007年10月我们对市场极端看空，在公司投资决策会议上列举了从次贷危机、全球流动性逆转到中国经济大幅放缓甚至是“大小非”问题的八九个可能性，任何一个可能性的引爆都会导致市场暴跌，2008年来看几乎全部言中。但当时我确实没有充足理由证明它们一定会被引爆，促使我严格控制仓位的最终原因就是估值已经非常高了，估值体系被人为扭曲到疯狂地步。

作为一个价值型的投资者，看趋势是次要的，虽然目前看宏观和市场趋势很差，但看价格我只要觉得很便宜了就会逐步买。我没必要去计较这价格会不会更便宜，因为长期来看这笔交易一定是盈利的而且会很大。这如同你是一个奢侈品fans，买到当季的3折商品已经很走运了，没有必要去等打2折吧。次优选择往往是最理性的。

记者:难道现在买进去没有风险？

汪建:这正是我要补充说明的。我认为现在潜在收益大于潜在风险，但是投资者应该对其中的风险加以甄别。前面谈的都是系统性风险，但在2009年非系统性风险将体现出来。我觉得2009年可能有一批股票会翻番，事实上最近一个月已有不少股票实现了翻番；但可能也有一大批股票在目前的位置上继续腰斩。

通常我把股票分三种，一是长期明星股，多为成长型股票，每次调整都很少，长期来看会大大跑赢市场。有些股票我们的专户投资从(2008年)4月份的3 900点拿到年末的1 800点还有盈利。第二种是蓝筹股，周期性的股票，银行、地产、有色、钢铁等，它们是国民经济的晴雨表，波动性更大，随着GDP增长和指数上涨而上涨，且略有超额收益。第三种是边际类股票，比如一些本来就不该上市的股票，或一些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行业中只能当配角的股票，这种股票数量庞大，总体来说公司没有长期竞争力，除了大牛市其余时间都要回避。基金经理的价值就在于如何替投资者去甄别这些股票，同时对前两类股票进行审慎估值、在适当的位置做合理配置，通过长期组合获得超额收益进而获得很高的绝对回报，而不是去预测市场下个月将涨到什么点位，这没有意义，全世界的基金经理都不可能长期胜任这种角色，我们也不要奢求他们去做到。

记者：你刚才讲到的觉得A股合理的点位在2 500点一带，按这个判断，2 500点以下就是低估了吗？

汪建：对，是低估。不过2 500点是一个合理的中轴，实际波动范围肯定远远高于这个。宏观经济趋势好了，市场流动性好了，自然就超越中轴了，超越了就意味着股票又贵了。

现在买入，四到五年能获两三倍收益

记者：从行业来讲，你有没有自己特别中意的板块？你是如何来选股的？

汪建：现在所有行业都在往下走，但我发现一个很有趣的现象，我们专户理财投资组合2008年夏天的时候就买了少量地产股，一直到市场跌到1600多点还没有亏钱，整个组合六成股票仓位且没有任何交易到目前也居然没有亏损。当时房地产是大家信心最差的行业，直到目前我们也没看到任何复苏的迹象，但它为什么开始涨呢？和前面提到的道理一样，比较坏的情况当时在地产股上已经反应了，其实短期来看在市场里赚的是信息不对称的钱，反应过度自然会有超额利润，所以也有人专以做反向投资而成功的。推而广之，钢铁、港口、银行等行业目前也在走下坡路，但我觉得物有所值的一些东西一旦跌进价值区间，你持币的风险就比持股的风险大了。记得在万科5元多时问过不少卖方房地产研究员，未来一到两年，你觉得万科涨至12块钱的概率大还是跌到三四块钱的概率大？大家都认为是12元的可能性大，但却很少人旗帜鲜明地去推荐，这是个有趣的悖论。从行业配置上来讲，我们往往不看哪个行业明年会更好，而是看哪个行业的股票先跌到估值的底线。

另外，我们判断公司的价值时看的不是第二年的盈利，而是用未来三到五年的平均盈利预测值，这种做法跟大多数卖方研究机构方法不一样。通常大家做估值是用第二年的预测EPS乘以动态市盈率。我们最基础的估值公式也是EPS * PE，但我们用的EPS是未来三到五年的预测，PE是我们认为市场合理状态而非极端状

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

态下的静态 PE。估值的问题让太多研究员误入歧途了。估值是什么？它的实质是对一个行业和公司盈利模式的理解。一个垄断的持续增长的有广泛需求的行业就应该给高 PE，很多公司我愿意以 40 倍 PE 去买。但周期性的或衰退行业的 PE 就应该一直很低，而不应该随着业绩增减而升降，因为它们的盈利模式不一样。而采用更长时间段的 EPS 是为降低波动，使预测更稳定。用这种方法的好处在于能够让我们避免在低的时候看得更低，高的时候看得更高。单从这个角度来讲我们就应该做一个地道的价值投资者。另外，不要斤斤计较 PE 的倍数，好公司 38 倍和 40 倍 PE 没什么不同，我们不会因为“贵”了一点点不买，也不会因为一个差公司“便宜”了一点点而动心。

现在进场买股票有可能被套住，但不要怕。只要资金期限足够长，一定会在长期印证我这个道理，而且一定会有超额收益。所以我们在机构投资者沟通时会清楚地告诉他们，你委托给我们的资金不能是你马上用的钱，必须是你能放上三五年、能承受 10%～20%波动的钱，这样我们可以帮你管好。

记者：你能否推荐一些风险最小的股票或板块？

汪建：目前的市场估值水平下总体风险就不大，长期来看，目前价格买三类 A 股股票我认为是几乎没有风险的。

一是具有不可替代性的消费类股票。比如可口可乐、莫里斯烟草，这些美国市场有史以来表现最好、也是最长寿的公司，他们的独特性和生命力已经在历史中得到印证了，中国会诞生这样的公司。

二是投资品中的一些细分行业。中国很多制造业的细分行业中有全球的优势企业，在目前投资品类上市公司普遍跌幅超过大盘的情况下可以以自下而上的顺序慢慢筛选。在正常的宏观经济年份，这些企业可以获得高于全社会的增速。在 2009 年投资启动内需的大背景下，则可能获得更快的增长率，甚至会提前成为全球的行业小巨人。例如固定资产投资有关的超大型设备锻铸件生产企业、机场专用设备制造企业、高端输变电设备制造企业等。中国有些企业注定会成为世界性的企业，其中大量企业会在投资品行业中产生。所以我们不要以周期性的眼光去看待一些成长性的企业，若干年后它可能成为 500 强中领先的企业，用这个视角去看投资品就没那么可怕了。

第三类是有独特盈利模式的公司，市场应该给这种公司高溢价，尤其在它进入持续增长期以后，比如携程网。这种公司可以抛开系统性风险去看它。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

记者:你对自己现在开始布局的资产配置未来的收益信心如何?

汪建:四到五年的时间里两三倍左右盈利。现在是一个长期看好的买点。当GDP增速回升以后企业盈利的增长是加速的,再加上物价的因素,整体市场名义收益率达到这个水平这是有可能的,优选股票组合可能比这个水平还要高得多。我们认为,第二代 tenbaggers(十倍股)就会批量出来。

长期来看我为什么对中国市场的增长率非常乐观呢?美国GDP增长在过去一个世纪中年均是5%、通货膨胀率是3%,它的股票市场的回报率是10%～11%。中国高增长的好日子至少还有10～20年,我们的GDP增速高于8%,上市公司净利润的年复合增长率在10%～15%是可以做到的,那么市场整体复合增长率就应该高于15%不少。而市场跌到现在的位置,现在的估值水平相当于给未来的年均15%留了好几个点的空间,所以我认为未来我们股票市场的复合收益率可能在20%以上。作为投资管理人,我们现在要做的工作就是怎样去寻找更卓越的东西,能获得更高的复合收益率,创造α。

绝对收益、相对收益和α

记者:你是如何理解相对收益和绝对收益的?作为券商的集合理财计划,你回馈给投资者的难道不应该是绝对收益吗?

汪建:无疑任何产品都想谋求绝对收益给投资者。但请问,如果长期来看,你觉得有波动的40%的预期收益和没有波动的15%的收益哪个更好?2007年你肯定喜欢前者,而2008年是后者。

在我看来,绝对收益和相对收益是不矛盾的。从理论上来讲,在权益投资市场做绝对收益只有两种办法,一是用衍生品对冲,二是用CPPI原理做保本产品。但在国内目前的市场环境下,我们没有合适的金融衍生工具,即使有我们也不能保证这种组合一定能获得绝对收益,实际操作难度也挺大。而CPPI的模式我个人认为它保证资金安全没问题,但对获得收益完全没帮助,初始的市场条件几乎完全决定了保本型产品的未来。所以,在目前的条件下,所谓的绝对收益是理想境界,没有现实的途径可以去做。2008年有些私募产品做到了,但这种能力在未来更长的时间里是否能被复制,眼下还无法证明。即使是巴菲特,在几十年的投资生涯中也有几次年度亏损记录,但他给股东一再声明"牛市的时候紧紧跟住市场,熊市和震荡市大幅度战胜市场,从而不断创造战胜指数的业绩"是他所追求的。所以,2008年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

亏损并不可怕，但越少亏损就是赢得了未来的越多本钱，有长期超越市场能力的人一定可以回报客户。

绝对收益和相对收益其实是一个结合体。我一直相信和倡导 α 的理念。所谓 α，也就是组合超越市场基准的超额收益，它的获取有两种途径，一个来源是“研究溢价”，即靠研究能力、价值发现能力、定价能力获得比别人多的收益；第二种是由于市场参与者的集体失误带来的市场交易的溢价，我们把它称为“市场溢价”。这两部分溢价都能构成超额的 α。绝对收益和相对收益为什么不矛盾？虽然市场大跌时我们也跌了，但亏损有限，但市场毕竟不可能长期下跌，只要我有获取 α 的持续能力，那么当市场上涨时我又比市场涨得多一点。市场欠你的一定会补给你，只要你执着。牛市熊市都超越市场一点点，这样长期来看我们就必然有很高的绝对收益。更何况中国是一个长期向上的市场。当然，这当中有一个很重要的课题就是风险管理能力。千万不要在市场下跌的时候给投资者亏太多钱，不然以后就算能赚回来也要花太多时间了。以“君得益”为例，我们发行在市场几乎最高点时，但是在市场下跌时我尽量把我的损失控制在较小范围内。2008 年，市场指数已经跌了 66%，基金净值平均跌 52%，而“君得益”仅损失 27%。一旦市场开始上涨，我们会较快回到水位线，也更容易盈利。

（采访人　朱　李　周迪伦）

编辑点评

汪建管理的权益类产品在 2008 年损失 27%，但已远远跑赢大盘。汪建现在的观点非常明确，即长期买点已经出现。他给自己的预期是四到五年的时间里可获得两三倍左右盈利。

汪建也提出了目前可长期买进的三类股：一是具有不可替代性的消费类股票。比如可口可乐、莫里斯烟草，中国会诞生这样的公司。二是投资品中的一些细分行业。比如中国很多制造业的细分行业中有全球的优势企业。第三类是有独特盈利模式的公司，市场应该给这种公司高溢价，尤其在它进入持续增长期以后，比如携程网。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

林少立:2009 A股,不是牛市,胜似牛市!

林少立股海档案

● 硕士学历,12年证券基金从业经验,现为深圳三羊资产管理有限公司总裁。

● 历任君安证券有限责任公司及国泰君安证券股份有限公司研究所研究员、研究所市场部经理、证券投资管理总部高级投资经理、资产管理总部高级投资经理;华夏基金管理有限公司基金管理部高级研究员;北京富瑞达资产管理有限公司副总裁;泰信基金管理有限公司投资决策委员会委员。



林少立:深圳市三羊资产管理有限公司总裁

操作技巧

● 选股主要有三方面,一是要选择卓越的企业,二是要选择有光明前景的行业,三是要考虑买入的价格。

● 2007年决定输赢的是仓位,指数型基金跑在前十名,满仓拿着不动就是牛市的策略。但2009年决定输赢不在仓位,而在于行业和个股的配置上,特别是个股的配置。根据市场的变化不断调整配置,做波段。



采访时间:2009年3月18日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2008 年股市的单边快跌让所有的证券市场投资者都措手不及，不少私募基金投资人在 2007 年饱受熊市的冲击之后隐退市场。对于这轮百年一遇的熊市，不少私募基金人士在接受记者采访的时候都表示，这可能是这辈子最惨烈的一次市场经历。

但出乎意料的是，深圳市三羊资产管理有限公司（下称“三羊资产”）总裁林少立跟记者谈起这轮熊市的时候却异常淡定，他反而认为要感谢这轮熊市，给予他和他的客户能够参与新一轮财富再分配的机会。

林少立的十足底气与其旗下 5 只信托产品在熊市中的表现密不可分。在单边下跌的市场中，其旗下 2007 年下半年成立的 4 只信托产品却在 2008 年全部取得正收益，其中回报率最高的达 8.64%；2008 年国庆节成立的信托产品截至 2009 年 2 月底也获得 12.3%的净收益，超越上证综指 20%。

那么，在 2009 年的市场中，林少立又将采取何种策略超越市场获得更多收益呢？为此，记者在深圳对林少立作了一次专访。

中国的战略机遇

记者：你对 2009 年市场走势好像很乐观？

林少立：2009 年我们对股市的一个判断就是“不是牛市，胜似牛市”。判断的标准是：

第一，毫无疑问，2009 年中国经济一定会见底。孔子说：“逝者如斯夫。”就是说不好的一定会过去。中国的经济也一定会在 2009 年见底。中国随着十大行业振兴规划出来、4 万亿投资的政策出来，还有一些地方政府刺激消费的措施出来，2009 年接下来在二季度、三季度都会产生比较大的效果。从一季度情况来看，一月份贷款 1.6 万亿，二月份贷款 1 万亿左右，整个货币投放量很大，这对经济产生一定的效果了。

而且中国的经济跟国外的情况不一样，欧美整个金融体系瘫痪了，它们现在是在“刮骨疗伤”，先要去救整个金融体系，使整个机体能够循环。但中国现在已经是处于病后复原的阶段，中国是在刺激增量的需求，中国刚好是借助这次金融危机拉动内需，为下一次经济发展打下基础的阶段。所以我认为这次经济危机对中国来讲是一次战略性的历史机会，中国一定会借助这次经济危机提升自己在全球国家与国家之间的战略地位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所以，中国在这个时候有底气在全球做战略资源的购并，成为全球最大的投资家。中国与俄罗斯、巴西以外汇换石油的计划等等都是很好的机会，所以中国肯定会是这次经济危机最大的受益者，在2009年的达沃斯论坛上，甚至有人提出了"美国加中国"的"G2"的说法，这也表现了中国未来在世界经济格局中的地位，所以对中国经济的未来我们是很乐观的。

其次，从股市上来讲，截至2008年12月31日，A股的总市值为12万亿，占GDP的40%；而在2007年牛市的时候，股市总市值占GDP比例最高曾达到150%。而在正常情况下，股市总市值与GDP的比值应该是1∶1。按2008年GDP 30万亿元，未来5年的复合增长率为6%，那么按照1∶1的比例，A股的总市值在5年后将达到42万亿，跟现在相比有3倍的增长空间。这就意味着未来几年的市场将会是非常好的机会。所以要参与新一轮财富的再分配，就在于看能否善于投资，把握中国未来的机会。

第三，从全球过去50年的情况看，指数跌幅如果达到60%以上，80%的概率第二年都会大涨。许多机构都预测2009年是震荡行情，但我们的看法恰恰相反，我们认为2009年是一个上涨的行情，是震荡上涨的走势，相比2008年收盘的时候，指数应该会上涨30%～50%左右，这应该是2009年整个市场走势的大概率。所以在2009年震荡上涨的市场中所用的操作策略肯定跟2008年下跌时的操作策略要有所不同。2008年的时候，操作水平再高，要赚钱都是很难的，能够不输钱就是胜利的。但在2009年，首先没有对大趋势下跌的担忧，那么假设在指数能够上涨30%的基础上，就可以采取相对进取的策略，选择一些确定的行业。

2009年决定输赢的关键是配置

记者：乐观的观点是否决定了你在资产配置上也会更为进取？

林少立：从资产配置上讲，我们还是采取比较谨慎的策略。2007年决定输赢的是仓位，指数型基金跑在前十名，满仓拿着不动就是牛市的策略。但2009年决定输赢不在仓位，而在于行业和个股的配置上，特别是个股的配置。2009年的市场要注重行业和个股，根据市场的变化不断调整配置，做波段。总的来讲就是仓位不一定要很高，像我们是保持一半左右的仓位，在这个过程中调整配置的重点；然后行业和个股的配置要集中，研究工夫要做足，在这个基础上集中配置。在仓位的配置上相对谨慎，在行业和个股的投资上相对进取。这和在牛市中的投资就不一样了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

记者:那在2009年应该如何去选择这些个股的机会？

林少立:主要有三方面，一是要选择卓越的企业，二是要选择有光明前景的行业，三是要考虑买入的价格。

卓越的企业是创造财富的源泉。只有真正卓越的企业才有可能为你带来盈利。那些机会的、投机的、概念的、内幕消息的都不是我们选择的目标。

什么样的企业才是卓越的企业呢？首先，它必须是行业内领先的企业。第二，它所处的行业的前景必须是光明的。哪些行业的前景是光明的呢？我们看好的像LED照明，这个行业刚刚兴起；像电气设备、铁路、医药，这些行业不会受到经济危机影响。反而是因为经济危机，国内促使政府拉动内需，它们是受益的行业。

那么哪些行业不行呢？比如说出口这些周期性的行业。比如像航运、港口、有色金属这些跟全球经济息息相关的行业，在这个时候就应该要回避。

我们的选择标准就是，要寻找一个确定性、有光明前景的行业；然后在这个行业中寻找领先的、卓越的企业。

记者:地产和银行在2009年是否存在投资机会？

林少立:我们对地产持比较谨慎的态度，因为我们觉得地产仍具有不确定性，整个行业周期会比较长，首先是房价要在2009年上涨是不可能的，其次，成交量也不会放大很多。所以房地产整个开发周期、销售进度、毛利都会受一定的影响。地产行业我们在2009年的策略是对一些重点企业在跌到比较低的时候做一些交易性的投资，不会做长期投资。

银行还是不错的行业，但这个行业注定2009年不会有超越市场太多的表现，银行股2009年的表现应该是与市场同步。而我们2009年的目标是要超越市场赚钱，所以我们在2009年也不会侧重投资银行股，但也会在这个过程中对某一些银行股做一些交易性的波段操作。

第二轮金融海啸不会影响中国股市

记者:现在大家都在讨论第二轮金融海啸，你认为第二轮金融海啸会给中国带来什么冲击？

林少立:我认为第二轮金融海啸应该是针对欧美国家的，对中国影响不太大。而且实际上恰恰相反，如果有第二轮金融海啸，对中国更是利好。假设1亿美元在2007年只能买到111万桶原油，到2008年年底，可以买到250万桶石油。同样的付

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出可以获得更多的战略资源，这对中国来说是好事。为什么中国在1月份的顺差高达391亿美元，就是出口虽然减少了，但是进口的货值更低了。

现在美国的风暴远远没有结束，金融机构、汽车行业还有很多问题。中国的情况则很明了，中国能够在这轮危机中避免这些问题，得益于前几年的金融改革到位，包括证券公司的改革、银行的改革和监管、资本金的补充、股份制的改造，使得中国现在整个金融体系非常健康。前一轮熊市，几乎所有券商都倒闭了，但这一轮熊市，指数跌幅更大，但没有一家券商倒闭，而且还活得很滋润。这就是因为中国目前整个金融架构的设置处于很健康的状态。

谈到第二轮金融海啸可能会对中国的冲击应该是体现在一些中小企业会因此受到影响，但是有危就有机，行业集中度会因此提高，技术会升级。从长远来讲，这对中国也是个好事情，会促使企业去转型。真正有竞争力有创新能力的公司，肯定在这轮危机中会获得更多的市场份额，我认为这对经济长远的发展是好事。

记者：国外的财经评论都在议论道琼斯指数可能还将跌破5 000点，你认为外围市场这种变化对中国股市会有多大的影响？

林少立：我认为影响应该仅仅是停留在心理上的。我认为美国实际上现在是处于补跌的状态，美国是危机最重的地方，但2008年美国股市才跌了30%多，它在全球问题最多但是它的股市跌幅最小，实际上美国的问题最大，破产的企业最多，金融机构亏损最多，我认为道指跌到5 000点应该是正常的，纯属对经济恶化的补跌。对中国的影响不会太大，中国股市还是决定于中国经济能否在这轮危机中一枝独秀。

（采访人　黄　婷）

编辑点评

2009年3月份，当时市场大多数人对A股走势依然充满疑惑，甚至是不看好时，林少立提出了“不是牛市，胜似牛市”的观点。接下来几个月，A股一路上行，上半年涨幅超过60%，被称为小牛市。

市场是难以预测的，并且不断超出人们预期。林少立认为2009年应回避的有色金属股票表现也很出色，他持谨慎态度的地产也在4月后出现飙升。

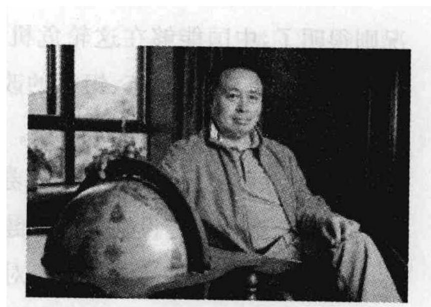
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

李振宁:A 股会有十年牛市

李振宁股海档案

● 中国人民大学西方经济学专业研究生学历,1985 年进入中国经济体制改革研究所工作,专门负责研究国外股份制和证券市场对中国改革的借鉴作用。1990 年进入证券行业,曾担任中国早期多家上市公司的顾问,开创国内早期私募基金的先河。

● 1997 年创办上海睿信投资管理有限公司,任董事长。



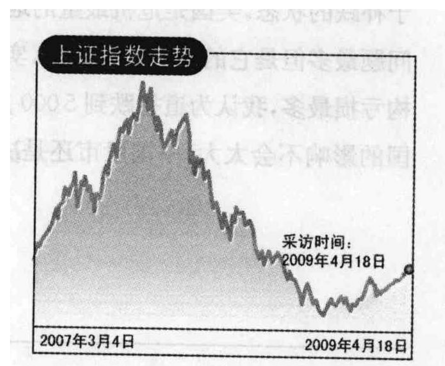
李振宁:上海睿信投资管理有限公司董事长

操作技巧

● 在股市中空间和时间是永远可以转换的。之前的暴涨将我们的牛市缩短,而暴跌同样将我们的熊市时间缩减。

● 股权分置改革对中国经济的推动作用,绝不是十年、二十年就会结束,它的效果会持续很久。

● 我认为中国经济在未来十年内仍然可以高速发展,而 A 股市场也必然会上扬,十年牛市的判断就不足为奇了。



采访时间:2009 年 4 月 18 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

远离城市的喧嚣，小桥流水，鱼游鸟鸣。李振宁将他的睿信投资安排在位于上海浦东张江地区的独幢别墅内办公。“这样的环境对于做投资的人而言是最好不过的，可以安心地思考。”

装修古朴的办公室内无处不彰显着李振宁内心的平静。书架上陈列着《中国艺术全鉴》、《中国全史》等文史哲读物，不经意间透露出此间主人的闲暇阅读偏好。更吸引眼球的是悬在墙上的那张与索罗斯（李振宁最敬仰的投资者之一）的合影，桌子上摆着四台电脑，能看出旗下产品一季度成绩优异背后李振宁所付出的努力。

股改是中国资本市场的再造

记者：近几个月以来，你与你的投资团队是少有的坚决看多的机构代表之一。如此看多 A 股市场的依据是什么？

李振宁：其实在 2005 年 10 月份的时候我就提出 A 股将进入十年牛市的观点，当时反响很大，但随后许多机构开始认同我的观点。当然十年牛市不是说 A 股将只涨不跌，它是一种大的框架上的牛市概念。

这样的判断是因为我认为在股权分置改革之前的十几年，中国一直没有牛市，尽管之间有高低的波动，但是不能定义为牛市。1992 年上证综指到 1 500 点，2001 年好不容易涨到 2 200 点，但是到了 2005 年 6 月我们又见了 998 点。在这十几年的时间里，我们国家 GDP 翻了好几番，但是我们的股指没有涨反而下跌。牛市的一个显著特征是从大的框架上点位是逐步抬高的，而我们的股指十几年来没有上升反而下跌，所以不能说股改前中国 A 股市场有牛市，而且当时的股市也很不规范。

我强力看好中国经济，可能 2050 年中国的 GDP 就会位居全球第一的位置。第一，中国城市化的过程还有很长一段时间，至少十年内是完成不了的；第二，中国作为全球制造中心的地位在十年内也无可动摇，而且会逐步向全球设计中心、服务中心转变；第三，人民币的升值吸取了当年日元升值过快导致经济衰退的教训，采用缓升慢升的方法，这也给我们股市的上涨提供了一个重要的支撑。

基于以上因素，我认为中国经济在未来十年内仍然可以高速发展，而 A 股市场也必然会上扬，十年牛市的判断就不足为奇了。

记者：在你看来股权分置改革是中国 A 股市场的一个重要分水岭？

李振宁：是的。股改前中国 A 股市场从来没有真正的牛市，而且当时的法律规范也有很多不足之处。而股改之后，改革的进程进一步加快，A 股市场也开始逐步

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

完善。

另外，我强力看好中国经济并看好中国A股市场的一个重要原因就是股改后，中国的上市公司行为方式发生了很大的变化。在过去这些公司都是一种国有企业的思维方式，上市都是为了圈钱，上市公司的大股东更多的是做减法，掏空上市公司。因为大股东并不能从股价上扬中获取利益，所以当时的上市公司大股东挪用资金的现象特别频繁。

而在股权分置改革之后，大股东的股份取得了流通权。即便他们不卖，跟国外购并的时候也可以通过换股的方式来进行，这种定价关系的改变是股价的高低跟大股东的财富紧密联系起来，从而使A股市场跟全世界的资本市场接轨。市场、监管部门对上市公司的监督也开始逐步完善。所以股权分置改革对中国经济的推动作用，绝不是十年、二十年就会结束，它的效果会持续很久。

A股已经进入牛市

记者：你认为A股市场会有十年牛市，那么对当前的上涨行情是怎么判断的？是熊市反弹还是已经进入牛市呢？

李振宁：很多人都认为当前的上涨是熊市中间的反弹，但是我认为A股市场当前已经处于牛市阶段。这跟我的十年牛市的判断是一脉相承的。

当然，从1000点到6000点我们只花了两年的时间。在两年内走了5年才能走完的路必然会回调。而2008年，我们又遇到政府紧缩货币、美国爆发次贷危机引起全球金融风暴、国内不断发生各种各样的灾难，A股市场又从6 000点跌到1 664点，涨得过快之后，又跌得过猛，这都是不合理的，因为中国的制度上尚未解决长期投资问题，投资者都是追涨杀跌。我当时的判断是下跌50%，即上证指数在3 000点附近就已经处于合理价位了，但是我们跌到了1 664点，我们用一年的时间就把熊市走完了。

记者：用一年的时间把熊市走完？

李振宁：对的。在股市中空间和时间是永远可以转换的。之前的暴涨将我们的牛市缩短，而暴跌同样将我们的熊市时间缩减。

两年的快牛之后，在2008年上证指数跌到1 664点，一年的快熊将本来可能要走两年的熊市大底已经探明。因为这种下跌跟中国的经济增长是不匹配的，上市公司的业绩增长其实还是很理想的，在全球范围内都是数一数二的。所以从小波

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

段的牛熊转换而言，熊市已经在一年内就走完了。

而在2008年10月份到春节前，我认为是从熊市到牛市的过渡阶段。这段时间内投资者的心态还不是十分稳定，上上下下的。但是一过春节，月成交量就开始大幅增长，创下历史天量，比2007年股指大幅上扬时的量还要大。作为先行指标的成交量的不断扩大，而且此轮上涨时股价相比之前要低很多，所以换手率是相当高的。而在熊市中，久盘必跌，在牛市中则是久盘必涨。一季度我们的A股市场涨幅几乎领先全球市场，当前已经公布的数据也显示中国经济有企稳现象，投资者持股的心态也已经发生了变化，不再像之前那么恐慌。所以我判断，从投资者心态来看A股市场已经进入牛市思维，而经济基本面也说明A股已经进入牛市。

记者：你认为当前A股已经处于牛市，但是随着A股市场反弹到2 500，很多机构都认为是近期高点所在，可能面临调整，你怎么看？

李振宁：首先，我的判断是A股市场已经回到牛市的框架上。但是当前这段行情仍然只是牛市行情的初期，是一种纠错行情。即使是在2008年市场最悲观的时候，我也认为中国A股市场上证指数的合理区间是3 000～4 000点之间。

美国是次贷危机的中心，但是我们的A股下跌70%远远高于美国股市的跌幅，这是不合理的。所以我们的A股需要纠错，逐步地回归价值中枢。而纠错行情其实就是机构如何统一意见。从之前的反弹路线我们就能看得很清楚。

这一波反弹行情最早的是小盘股，因为其中的机构比较少，意见统一比较容易。随后是盘子稍大的个股，最后是大盘股。这种纠错行情是由易到难的路线。虽然从表面上看，是国家出台的刺激经济政策，产业振兴规划，今天这个行业上涨，明天另一个行业上涨。但是其背后都是中国上市公司自身的价值被低估之后有回归价值中枢的需求，也不是所谓的流动性充裕的支撑，因为没有多少证据证明新增的贷款就进入了资本市场。

我个人判断，当上证指数走到3 500点的时候，牛市初期的纠错行情就差不多了，然后A股将进入牛市的中期阶段。

股指期货推出条件成熟

记者：创业板在讨论筹划了近10年之后终于于近期明晰了时间表，你认为创业板的推出对A股市场会产生什么样的影响？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

李振宁：其实创业板的推出就是关于新股发行、市场融资的问题。根据我之前的判断，A股市场已经在牛市阶段，广大投资者也已经以一种牛市的思维在操作手中的筹码。而牛市从来不惧怕发新股。

最近证监会就新股发行制度的改革问题讨论很多，主要就是集中在缩小发行价格与上市价格之间的差距，实现市场化发行。我们之前炒作新股的迹象十分严重，但是理论上讲，新股的估值应该比较低，但是由于我们的制度因素，文化因素导致了它价格的虚高。例如机构打新股之后要求锁定一定的时间之后才能抛售，这也就使得机构有拉升股价的动力。

新股发行制度应该更多的市场化，让市场去帮助股价找到一个合理的平衡点，而且发新股募集的资金应该更多地回归到企业自身，而不是给机构短期赚取暴利。所以一旦发行市场化了，新股发行就不可怕了。

记者：近期对于股指期货以及融资融券的讨论又开始升温，对于这个问题怎么看？

李振宁：融资融券其实早就应该推了，因为在股指处于低点的时候推出来比股指处于高位时推要好。它也是跟国际资本市场接轨的一个重要步骤。

融资融券从本质上说就是一种贷款。为什么其他的行业都可以有贷款，而我们证券行业就不能有贷款呢？我们的资本市场发展到当前的阶段，有必要推出这样的适当做空机制工具，也是丰富我们的资本市场的一个必要步骤。只要把比例控制在合适的范围内，是不会引起市场巨幅波动的。

而推出股指期货的条件我个人认为也已经成熟了。但是要想推出股指期货，必须先推融资融券，因为做股指期货的投资者多数会在做期货指数的同时，会做一些相关个股来对冲规避风险。

（采访人　程亮亮　谢潞锦）

编辑点评

A股会有十年牛市，在私募界中，李振宁的观点是最鲜明的。他的十年牛市论基于对中国经济的看好，并且中国股市的制度性改革使得市场更能真实反映实体经济，大视野，大格局。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种战略性的眼光是市场所需要的。而对过去两年的股市暴涨和暴跌巨变，李振宁也提出了总结：股市中空间和时间是永远可以转换的。2007年的暴涨将我们的牛市缩短，而2008年的暴跌同样将我们的熊市时间缩减。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录 1

牛年机会十人谈

（2009 年 1 月 10 日《对话》栏目回访）

☆上海世诚经理陈家琳：

2009 年四大机会:并购、主题投资、B 股和企业债

谢潞锦/文

对于 2009 年的投资机会，上海世诚投资管理有限公司经理兼投资研究部负责人陈家琳做了清晰的勾画:并购、主题投资、B 股和企业债。在看到机会的同时，他也提出了三个风险，上市公司盈利可能低于预期、防御性股票估值压力和国债。

“跨入 2009 年，中国资本市场全年单边大幅下挫的可能性大大降低，更可能的情景是‘危’与‘机’并存。”

四大机会:并购、主题投资、B 股和企业债

陈家琳认为 2009 年第一大机会来自于企业特别是针对上市公司的并购。进入 2009 年，该类并购的条件日趋成熟。一则股市的估值水平即将进入更合理的区域，对产业资本的吸引力日增。二则全流通为二级市场的并购提供了很好的条件。还有，央企集团的进一步重组、整合(两年之内国资委直属央企的数量将从目前的超过 140 家减少到 80～100 家)为下属上市公司间的重组创造了有利的机会。另外，允许商业银行提供并购类贷款也为并购方提供了充足的“子弹”。由此，上市公司的并购在 2009 年将升温，其产生的投资机会不容忽视。

第二个机会来自于政策主导型的主题投资。非主流资金在 2008 年的最后两个月将“政策指哪打哪”的游击战术发挥得淋漓尽致，由此产生的局部行情也可谓波澜壮阔。进入 2009 年，政策的预期仍在。比如包括提高个人所得税起征点在内的消费刺激政策。不过，不得不承认，针对刺激政策布局的投资效应有递减的趋势。

陈家琳强调，久被遗忘的 B 股市场或许是 2009 年的第三个机会所在。B 股市场的个股目前普遍以低于相应 A 股 50%～70%的价格在交易。“该等折价固然有流动性因素，但我们认为流动性并不能解释股价大幅折让的全部。有一个潜在的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

刺激因素会使折价收窄，即对人民币升值预期的改变。随着本币升值预期的减弱，投资人愿意持有更多的外币资产，而B股显然是个不错的选择。”另外，上海B股市场的本地股特征使其在世博主题投资的背景下有较好的表现机会。目前，陈家琳认为B股市场在2009年的某个时候可能会有一次力度不小的爆发，尽管确切的时间点现在仍难以把握。

另外，陈家琳判断国内资本市场的另一个潜在机会蕴含于企业信用债市场。不同于国债市场在2008年下半年的单边上扬，大部分企业债的收益率在同期上演了一次过山车式的行情——先抑后扬再抑。在2009年，相信企业债的供应量将大幅增加，由此增加了可投资品种及流动性。当然，各品种之间的表现会较2008年进一步分化。“相信受政府政策扶持的、处于弱周期行业的大型国有企业发行的中长期企业债的信用利差有进一步收窄的机会，是较好的投资选择。”

三大风险：盈利低于预期、防御性股票估值压力和国债

陈家琳认为，2009年的“危”主要来自于大大低于目前预期的2008年和2009年企业盈利增速。经过最近一年数轮的盈利预测向下调整，目前市场的一致预期基本上是上市公司2008年和2009年盈利均零增长(六个月前这两个预测数字分别是20%和10%)。“可惜的是，在我们看来，目前的预测仍显乐观。短期而言(指2008年四季度和2009年一季度)，资产负债表上相关科目的计提将重创上市公司的利润。仅以非金融企业的存货为例，其在三季度末高达1.9万亿元。随着原材料和产成品价格在2008年四季度的快速下滑，即使仅作15%的保守计提假设，该组企业的存货计提就接近3000亿元，而其在2008年前三季度的盈利也只有4200亿元。而以银行为主的金融企业也会未雨绸缪，大幅增加坏账准备金的计提。”陈家琳判断，如果从中期跨度看，因为下游需求的疲软，绝大部分企业的主营业务收入增长在2009年上半年将面临较大的压力。“基于上述判断，预计分析师将在2009年一季度展开新一轮的盈利预测下调。目前我们初步判断全市场2008年盈利将倒退10%，2009年将倒退20%。历史经验表明，盈利预测下调的过程往往伴随着相关股票的股价承压。”

在他看来，目前另外一个主要风险来自于所谓防御性股票估值水平的下降。防御性股票主要分为两类，一是受益于政府经济刺激计划的板块，包括基建、建材等；二是弱周期行业，包括医药、必需消费品等。出于对宏观经济的担心及规避风险的考虑，主流投资机构在2008年下半年对强周期板块大幅减仓，同时大举杀入上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

述防御性板块。由此导致的结果是后类股票股价的高高在上。“我们不否认防御性股票在目前宏观、市场环境下的相对吸引力，但我们同时认为市场高估了该类企业面临的供给压力和盈利成长的可持续性。我们预测这其中的大多数企业的2009年盈利将不及预期，而对估值的压力将在2009年年中开始显现。”

此外还有一个风险存在于国债市场。“我们认同市场的预期，即2009年基准利率还有81个基点的下降空间。但是，有两个不确定性不容忽视。”第一，考虑到已经较低的收益率水平，接下去的降息即使兑现的话对国债收益率下降(债券价格相应上涨)的刺激作用会非常有限。第二，目前各国政府为应对金融危机都在对金融体系和实体经济注入大量的流动性。在危机过后，一旦前述流动性不能被及时、有效地收回，则新一轮的通胀又会马上来敲门了。“我们初步判断一个正常国债组合在整个2009年的持有收益很难超过3%。如果真是那样的话，一个简单的投资替代品就是直接把钱存银行了。”

☆南京证券总裁步国旬：

长线短线均已面临机遇

王　斌/文

2008年中期记者对南京证券总裁步国旬的专访文章中，他曾经准确地指出市场可能要面临一段时间的熊市。2009年新年伊始，在本报对步国旬的回访中，他认为2009年将转入战略相持阶段。

记者：2008年受美国次贷危机影响，国内宏观经济由原先的通胀转为通缩风险，2009年货币政策是否将有进一步调整空间？宏观经济的走势能否走出阴霾？

步国旬：“保增长”将是2009年政府宏观调控的首要任务。在适度宽松的货币政策下，考虑2009年的经济形势和物价水平，2009年的降息步调仍将继续，利率下调至历史最低水平之下也是有可能的。同时，为了增加货币供应，保持信贷增速合理增长，法定存款准备金率可下调的空间仍较大。

在出口形势严峻、消费难以启动的局面下，政策引导的4万亿投资刺激计划，可以缓解今年投资增速因房地产市场萎缩和内外需减弱导致的过快下滑，投资将成为“保增长”的有效突破口。但是，也应当认识到，为保而保是不可取的短视行为，必须贯彻落实全面、协调、可持续的科学发展观，坚决遏制“两高”行业过快增长和低水平重复建设，促进经济结构调整和增长方式转变，才能转“危”为“机”，保证经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

济健康长远发展。另外，由于全球经济的快步减速，从国内基本面来看，现阶段通缩压力较大，但4万亿的实施以及全球救市注入的巨额流动性给通胀的重新抬头埋下了隐患，2009年仍应关注国际资本流动。

记者：2008年A股市场继续单边下跌？2009年市场将何去何从？

步国旬：此轮全球性的金融危机对金融系统及实体经济的损害程度相当之深，各经济体要恢复至其潜在的增长水平需要相当长的时间。此外，“大小非”大规模解禁形成的供给冲击，也是制约市场的主要因素。因此，在宏观经济没有出现明显的向好拐点之前，在“大小非”的问题还没有出台政策利好之前，A股市场实现反转的可能性非常小。另一方面，2009年A股市场也充满了机会，对长线投资者来说，经过1年多的深幅下跌，市场的平均估值水平可能处于低估状态，2009年也许是一个非常好的历史性机遇；对短线投资者而言，由于多空分歧的加剧及流动性的改善，会使得市场的波动更加剧烈，所以短线机会也较多。中国资本市场最坏的时期正在过去，2009年将改变2008年单边下跌的走势而转入战略相持阶段，上证指数主要波动区间可能在1600～3000点之间。

记者：2009年A股市场哪些行业可能出现投资机会？投资者需要紧跟哪些行业以规避风险，同时投资者如何配置资产以规避经济下行时可能出现的损失？

步国旬：目前政策导向已比较明确，将拉动内需与改善民生相结合，限制对已过剩的产业重复投资，因此，对事关民生的行业如医药；经济结构瓶颈部分如铁路、轨道交通、电网传输、节能环保等以及高科技领域如通信行业的投资会有较大的政策倾斜，这些行业中的优质企业经营环境有望得到持续改善。而利率可能会超预期大幅调低，对高负债行业形成利好，同时，需求萎缩对投资品的冲击2009年依然存在，煤炭价格将继续回落，双重因素致使电力行业的经营环境较2008年得以改善。而同为高负债的房地产行业，虽然财务成本支出相应减少，但投资性需求的政策变化及居民收入预期的转变，对房地产需求影响更为显著。

☆国海富兰克林基金管理有限公司总经理金哲非：

既要勇敢，也要重审自己的风险承受能力

谢璐锦/文

“当其他人都乐观的时候，你应该谨慎；当其他人都悲观的时候，你应该勇敢！”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作为国海富兰克林基金的"掌门人"，金哲非在接受记者采访时称，在大家都沉浸在对未来经济的无限担忧之中时，尤其是当所有的人都很悲观而纷纷逃离市场的时候，投资的机会可能越大。在2009年大趋势不乐观的预期下，她建议投资者们既要勇敢，也要重新审视自己的风险承受能力，做适当的资产配置，同时也要适当地降低自己的收益预期。

其实，在金哲非看来，理财目标到底是什么？风险承受能力有多大？是每个投资者必须考虑的两个问题，也决定了投资者到底该选择什么投资品种，资产配置的比例是怎样的。比如，对于年轻人来说，可以选择几只优秀的基金做长期定投，通过长时间地累积，投资规模和收益将会很可观；对于中年人来说，资产配置非常重要，他们需要准备一部分现金和债券，以备不时之需。另外，他们也有长期的理财需求，如子女的教育经费、自己的养老计划，这种长期的需求可以通过长期理财来满足。

值得一提的是，在接受采访时，金哲非反复强调一家基金公司风险控制。基金公司的风险主要体现在两个方面，一是企业风险，二是投资风险。"对企业风险，我们进行合理地控制；对投资风险，我们进行有效地管理。"

"投资风险为什么是管理而不是控制，这是因为，凡是投资都有风险，而风险管理的重点在于了解一个投资组合中的风险所在，包括行业风险、个股风险、流动性风险、集中度风险等等，重点是让基金经理了解其组合的风险是否与预期回报相匹配。"金哲非称。

最后，金哲非对普通投资者还是反复建议：虽然现在的市场不容乐观，但我们有充分的理由对未来保持一定程度的乐观。因为市场最终会稳定下来，会复苏。"投资者如果把握好悲观时候的投资机会，还是会获得不错的长期收益。"她这样认为。

☆浙江博鸿董事长姚卫东：

2009年，寻找创新与价值

谢璐锦/文

在浙江博鸿投资顾问有限公司董事长姚卫东看来，探索未来市场的方向，用"寻找创新与价值"的归纳可能更加贴切。"创新"之意无外乎解决限售股的压力，解除未来融资的压力，只有通过业务创新来实现，而"价值"则是投资者在萧条的经济背景下如何寻找"安全的机会"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在他看来，目前中国的资本市场仍然处在后“股权分置改革”的阵痛期，股改的“蜜月”期已过，每天市场都要面对“大小非”的侵扰，但是既然已然迈出了这一步，不可能再跨回去，否则又要从头再来。应该承认，按照中国市场的估值虽然比香港H股略贵，但放眼全球，应该也不至于是全球最贵的市场。中国经济2008年仍是全球表现最好的经济体，但却是全球表现最弱的市场之一，其中原因是值得思考的。

其实，美、欧、日等股票市场都是全流通的市场，但同时也是金融支持手段丰富多样的市场。中国香港市场新股融资可以放大十倍，二级市场融资比例可以达到2:1，指数期货、融券、期权交易品种繁多，它们在经济繁荣阶段有力地支持了资本市场的繁荣，共同基金、对冲基金也是非常活跃的，即使面对多次金融风暴，也是很快就会复苏。而本次的次贷危机，实质并非股票市场的危机，而是一场债券危机，是美国的投行、评级机构、银行无限放大债券风险杠杆而导致的，从而导致了一场金融危机。

“如果我们想推创业板，想建立多层次的资本市场，我们就必须重建资本市场的繁荣，而繁荣的基础是我们必须建立‘信用’，让市场成为一个信用市场。”姚卫东认为，融资融券、股指期货在2009年应尽快推，试点也应加快一点，银行资金的转融通也尽快有一个方案，等到资本市场如房地产市场一样也有了它自己的“按揭业务”，股市真正的春天也就不远了。只有创新业务不断，有力地推出，才能让市场消化“大小非”的坚冰，只有前进、只有改革，才能让我们克服障碍。

也许大家会讲风险控制与加强监管，但凡事“过犹不及”，没有任何信用、任何杠杆的市场也不会是一个好的市场。全世界都在“去杠杆化”的过程中，姚卫东认为，只有中国应该去慢慢地稳健地建立杠杆，“因为你什么都没有”，这也就是2009年的“创新”之意吧。

而关于“价值”讨论，则回到投资者的本意。在经济大衰退的背景下，选股成为了一件很艰难的工作，2009年赚钱也比往年更艰苦些，但下跌对长线投资者却未必是一件坏事，它给你足够的时间去思考，去精挑细选。姚卫东称，我们要尽量备足现金，随时谨慎小心、防患于未然，价值的本意是物有所值。“2009年或许还有很多物超所值的机会，让我们耐心去等待吧。”

这位在市场之中浸淫多年的投资者最后表示，个人理财和机构投资道理相同，“确定好你投资的原则，严格你的操作纪律，2009年也许是一个丰收的年份。2009年也许还是一个学习的年份，因为如果有很多‘创新’业务，还需要大家努力去学，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

去理解每一项操作。”

☆深圳龙腾董事长吴险峰：

坚守“游击战”，等待“阵地战”良机

匡志勇/文

告别不太成功的2008年，深圳龙腾资产管理公司董事长吴险峰说：2009年的操盘策略将继续坚持轻仓“游击战”，等到大盘再次出现连续性非理性下跌后，再增仓进入持续性“阵地战”。

吴险峰的2008年经历了从“阵地战”向“游击战”的转型。2008年1月23日，深国投·龙腾基金成立后，吴险峰大盘4 000点位置时重仓进入想去搏个反弹，结果大盘“飞流直下三千点”。3 000点位时不服输的吴险峰再次增仓想去搏个反弹，结果大盘再次向2 500点区间坠落。2008年4～6月那段时间，吴险峰的“阵地战”遭受了崩塌式的溃败，这段时间吴险峰称为“入市来最痛苦的时间”。

在经历了一两个月的艰辛调整和尝试后，龙腾基金在七八月份将仓位大举降低，并适当地参与投机性品种操作来获利，也就是进入吴险峰所称的“游击战”时期。在11月份之前，龙腾基金的这个策略还是比较成功的。2008年7月初到11月4日上证综指最大跌幅超过43.6%，而吴险峰的龙腾基金净值跌幅只有6.6%。

然而，在悲观中持续过久的人一旦机会来到时也会变得患得患失。2008年11月份，国务院4万亿经济提振计划公布后，大盘急剧反转，许多个股涨幅达到50%。“游击战”战术让吴险峰与本轮“抢钱行情”失之交臂。利好消息刚公布后，龙腾基金立马将仓位提高到四五成，但是个股上涨10%之后就兑现离场了。出货后的吴险峰等着大盘再创新低，等啊等，大盘从1 800点、1 900点甚至冲上了2 000点。等得失去耐心的吴险峰再次冲入市场接货，结果变成了“高位套牢”。如今，龙腾基金的仓位再次降低到一成以下。

吴险峰对于2009年A股市场整体看法是目前仍处于下跌探底的趋势之中，大的投资机会可能还是跌出来的，只是2009年下跌的空间相对有限。投资策略上整体仍以谨慎为前提，在下跌中积极寻找做多机会。吴险峰对记者透露，2009年前期将继续减持轻仓“游击战”，等到大盘再次出现连续性非理性下跌后，再增仓进入持续性“阵地战”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2009 年，吴险峰看好的行业还是那些增长相对确定的行业，如医药、基建、铁路投资、电信投资、新能源等。另外，吴险峰还对资产重组和收购兼并概念的公司持有浓厚兴趣，他认为并购重组在 2009 年会大量增加，机会多多，只是这类个股由于存在信息不对称，风险相对较大。

☆深圳同威董事总经理李驰：

2009 年一年都应该是“贪婪期”

黄　婷/文

“从在 5 000 点的时候卖掉坚持到 2 500 点的时候才再度进场，一般人已经很难做到，其间总会手痒痒地想要抄底。”过去的一年，对深圳同威资产管理公司董事总经理李驰而言，更多的是在修炼内功。对价值投资的坚持，对估值“执行铁的纪律”，严格遵守“低买高卖”的原则，是李驰得以避开这轮熊市最疯狂的下跌的原因。

李驰对记者说：“离开这个市场很难，不进这个市场也很难。在 5 000 点的时候下决心离开市场很难，走了之后要掌握在什么点位回来，这个时间的把握也很难。价值投资除非是终身持有，否则一定会面临抉择，面临什么时候卖，要把点踩得很准可能终身都做不到，所以应该要认可短期的踏空或短期的被套，这样心态才能平衡。”

而在 2 500 点回到市场，李驰的判断就是“A 股的绩优股已经进入了低估区间”。但他也承认，自己万万没有想到 A 股还会从 2 500 点继续往下掉并跌破 2 000 点，而导致 A 股恐慌性下跌的原因，他认为是雷曼的倒闭引发的蔓延性恐慌造成的。“重大事件的发生，把估值低估的时间拖长了。”他说。

但李驰表示，从现在开始的一年内，都是巴菲特所说的应该“贪婪”的时期。

他说，2009 年应该是 A 股市场完成大底筑造的过程。“在 2 000 点左右的时候进场都有相当长的安全边际。2009 年将会是历史上一个非常大的底部区间，而这个底一旦完成，涨起来也是让人不敢相信的，估值以后会在一个相对高的区间波动。”

对之前的熊市，李驰笑着说自己可能这辈子都不会遇到比这轮熊市更悲惨的事情了，而像这轮熊市之后所呈现的大机会，也是终身难遇的。“蓝筹股跌到这么低，可以慢慢挑选，这种机会以后都很难再有，一旦完成了这个大底后，等以后全球的资本再涌进来，过了 6 000 点之后就是 1 万点，甚至更高都有可能，这样的机会又要很多年以后才会再次遇到。”他说。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

李驰表示，市场应该在2009年下半年的时候逐渐明朗化。在这段时间，投资者可以耐心寻找一只优秀的股票，但最迟到了下半年就应该择机买入，否则就可能漏掉机会了。

对于下一轮牛市的机会，李驰则认为内需是投资主线。他说，上市公司的业绩发生新的增长是一轮大牛市诞生最主要的动因，这是资本市场波动的主要趋势。所以应该投资一些下一轮经济增长周期中最能分享到经济增长利益的龙头公司，而一个国家的壮大没有内需绝对不可能成为一个强国，内需必定是下轮牛市投资的主线条。

在板块中，李驰目前还是坚持抱着他已买的"金融股"睡觉。他认为，只要中国经济以后依然能保持平稳发展，银行肯定是最赚钱的行业。私人银行，信用卡、信托等中间业务收入均是中国的银行未来非常大的盈利增长点。

"我买的银行股2008年表现是差的，但我现在还是对银行股津津乐道。无论跟国内的许多上市公司比，还是跟国际上的银行股相比，中国的银行股都是便宜的，这就够了。"他说。

在个股之中，李驰则仍然看好中国平安(601318.SH)。李驰认为，平安的价值来自于源源不断的保费收入和对以后牛市的展望。一旦平安管理的资产规模达到万亿水平，那么在以后的牛市中，它的投资收益是超乎想象的，而之前200亿元的投资亏损是一次性的，对平安未来的盈利能力并不构成实质性影响。

李驰说："优秀公司出事的时候就是最好的买入点。第一，我相信平安是一家优秀的公司。第二，优秀公司现在出事了。第三，优秀公司出事后的价格肯定是便宜的。当然了，这个出事指的不是大到让公司倒闭的大事情。"

对普通投资者，李驰认为最好也最简单的投资就是在这个时段择机买入指数型基金。"三年之后，指数探4 000点的概率肯定大于探1 000点的概率。三年探4 000点，就相当于三年涨一倍多，年均收益率比巴菲特还高。"他说。

☆深圳国轩总经理助理石运金：

2009年看主题投资的交易性机会

蒋　飞/文

深圳国轩投资总经理助理石运金很坦率："去年这样的单边下跌，包括我们在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

内，几乎没人预料到。现在看来，这一年最重要的就是仓位控制。”2008 年最好别动，而进入 2009 年，市场是否具备了操作的基础呢？

2008 年年初，私募界最悲观的预期曾经是 2 500 点左右。于是在上证指数跌入 3 000 点到 2 000 点的区间之后，一些机构“奋勇杀人”，结果却可能是更加惨淡，有的抄底资金甚至被腰斩。石运金开玩笑说，那些悲观的预期者反倒害了自己：如果一开始满仓跌到 3 000 点的话，说什么他们也不敢进来“抄底”。

单边下跌的行情中，做得多，也意味着亏损几乎是无法避免的。“股性”较强的信托私募全军覆没，表现好的只剩下保守型产品。石运金表示，2008 年国轩的一只结构型理财产品，因为要承担客户的损失，所以做得很谨慎。由于抓住了上海电气换股吸收合并上电股份的套利机会，这只产品甚至实现了全年正收益。

对于上电股份的案例，石运金进行了反复拿捏。当时 H 股上市公司上海电气通过换股上电股份的方式在 A 股上市，国轩以每股 28.05 元买入上电股份并选择换股，按比例换算相当于不用抽签以 3.83 元的价格足量买 IPO 的上海电气股票。另一方面，现金选择权的存在锁定了下跌风险；参考东方电气 A 股较 H 股 50%的溢价，以及上海电气 H 股 3 元多的价格，3.83 元买上海电气风险很小。加上市场炒新的习惯，国轩判断上电股份的换股是一个很好的低风险套利机会。从买入到 2008 年 12 月 5 日上海电气上市时抛售，这次投资者 20 多天内实现了 70%的收益。

“只是这样的机会太少了。在市场面前，我们永远是小学生。不要说预测 3、5 年内的趋势，能够把一年内的事情理出个有逻辑性的头绪，都是很难的事情。”石运金说。他特别强调逻辑的重要，因为如果是有逻辑性的判断，即使后来证明是错的，也可以去具体分析错在哪一环。

对于 2009 年的市场趋势和投资方法，石运金的判断是先抑后扬和主题投资。市场的第一个底部出现在 2008 年 10 月底的 1 664 点，这是预期底或者说政策底；而当上市公司的业绩利空兑现之后，还会出现第二个底部即业绩底或市场底，这也意味着经济最坏的情况没有来到。但是市场依然有众多的积极因素。政策层面暖风频吹自不必说，在资金供给、解禁压力、估值水平等方面都已能让人松一口气。

2008 年随着股市的下跌，管理层加快了新基金的审批速度。这些基金目前把仓位压到了最低的限度，一旦经济有企稳转好的迹象，就会入场买股票。因此在 2009 年，基金对市场起到的将是正面作用。“大小非”解禁方面，市场已经对空前的解禁压力有准备，并且仔细分析，相当比例的国有股不会减持，实际减持压力小于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2008 年，同时考虑到目前市场处于底部，实际上股东增持的逐步多了起来。估值水平上，虽然 A 股在全球范围内仍然偏高，但是纵向比较已经处在低谷。

2009 年虽是牛年，但股市实为鸡肋，牛市基础虽不存在，但是继续单边下跌也无可能，结论是：可以操作。至于投资方法，石运金认为分为两种情况。对于长线资金，现在已经是逐步建仓的时机，比如市盈率处在历史低位的银行股等。而对于中短线资金，更适合波段操作，参与主题投资。“跟着政府的导向走是一个基本思路，比如基础建设、水泥等。另外世博会、3G 都会是比较活跃的板块。总的来说，我们今年会多做交易。”石运金说，“还有就是我们一贯强调的，在自己能力范围之内，做看得懂的投资。”

☆上海汇利总经理何震：

2009 年是消化坏消息并慢慢筑底的一年

王艳伟/文

“中国经济下行周期轨迹决定了中国股票资产的运行轨迹，在时间较长的‘U’形下降大概率判断下，我们认为未来 3～6 个月仍看不到经济底部出现，企业盈利能力继续受损，股票市场同样难以出现趋势性的机会。”在汇利优选 2008 年 12 月份信托报告中，上海汇利资产管理有限公司总经理何震给出这样的判断。

沪指已在 1 800～2 000 点区间盘整多日，即使国家不断出台各种刺激政策，股市仍然未见起色。在接受记者专访时，何震表示，大级别的经济调整不是一两年能结束的，目前对宏观经济面和股票市场，都无法作出精准预测，“粗浅的判断是，股市在 2009 年肯定会见底，但究竟会在哪个季度见底就很难说，要根据企业业绩、行业运行情况来判断。”

在汇利优选 2008 年 12 月份信托报告中，何震指出，经济周期方向决定股票市场的趋势方向，合理估值决定股票的长期价值定位。从周期角度，全球从 2002 年以来的繁荣循环出现停滞。在这种大背景下，中国经济也处在向下走的周期中。对股票资产来说，最糟糕的“滞胀”期虽然已经度过，但仍然需要熬过增长和通胀同时快速下降的“经济减缓期”。

何震向本报记者表示，2008 年国内外经济和股市出现了太多无法预料的坏情况，这些坏消息目前暴露得已经比较彻底，负面影响也基本显现，市场最恐慌的时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

候已经过去了。到2009年，大幅超出人们预期的负面事件应该不会很多，即使有，市场表现也不会太坏。“2009年股市肯定会好过2008年，虽然转为牛市的可能性不大，但会出现一些赚钱机会，全年有望获得至少10%的正收益。”

由于2008年经济面的恶化导致股票市场泥沙俱下，“自下而上精选个股”的投资策略几近失效，何震认为，2009年的股票市场波动幅度将减少，将出现结构性机会，自下而上策略将重新成为主流。

“2009年总体上是消化坏消息并慢慢筑底的一年，在这过程中市场仍然会有一些波动，要敢买敢卖，在自己认为合理的安全期内敢于主动买入。如果2008年打的是防守战役，2009年就要有更多的进攻。”何震表示。

2008年第四季度，中小板整体大幅上涨筑成局部牛市，何震认为这轮上涨导致中小板整体估值偏高，而第四季度停滞不前的大盘股，相对于中小盘股的估值优势将会慢慢体现，从而将成为2009年投资的较好对象。“大盘股是代表宏观经济基本面的。如果经济方面坏消息都暴露得差不多了，大盘股也就出现了上升的动力，所以会有一些投资机会。”

☆台湾宝来金融集团副总裁黄齐元：

A股2009年有机会领涨全球

江　南/文

在台湾宝来金融集团副总裁黄齐元看来，百年一遇的金融危机走向仍存很大不确定性，不过，对于A股来说，如果“大小非”的压力得到解决，其在2009年有机会领涨全球。

记者：受到金融危机可能深化以及各国救市措施效果有待检验等影响，全球经济在2009年面临着许多不确定性，你认为最大的不确定性是什么？原因何在？

黄齐元：在百年一遇的金融危机海啸面前，全球各国通力合作，甚至已经“用尽”各种财政政策及货币政策的手段，只是这些都是过去的、中短期的，以五年、十年或二三十年的期限来看，其有效性目前还难以预测。而且，世界各国振兴手段生效都有一定时间的滞后性。可是，眼前却是需求的急冻引发的供给收紧、投资停止、就业难题等恶性循环似乎仍然在不断地加大之中。所以最大的不确定性是：如何打破恶性循环及危机何时终止。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

记者:你认为 2009 年最大的投资机会来自哪个市场,股票、房地产、债券、黄金、商品等?

黄齐元:2009 年年初以保守型的投资如固定权益的金融商品如债券为主。其后,因库存回补及需求恢复的原材料可能会最先反弹,次第地延伸至中间原料后,才会在最终消费品上表现。当前主要判断是经济前景在 2009 年下半年或明年才正式脱离谷底的可能性大,所以,股市有 3～6 个月的提前反应。即 2008 年底至 2009 年前 2 个月仍可能继续所谓的"无基之弹",即没有基本面支持的超跌反弹。房地产是景气落后指针要最后才激活。

记者:你认为 A 股 2009 年表现会如何?

黄齐元:2008 年 A 股是全球跌幅第二的股市,仅好于俄罗斯股市跌幅的七成多。然而,2009 年全球来看,中国 GDP 预计增长 8%领先全球;而且有近 1.9 万亿美元资金的外汇储备作支持:加上现在股市的 PE/PB 已下降至历史的低位区;预计"大小非"(流通股)可能会在救市的考量下,由严重的负面打击因素中退去(可能方法是平准基金或其他方案解决),所以 A 股就有机会再次成为世界领涨股市之一。

记者:作为并购专家,请对 2009 年的并购市场作一个展望。

黄齐元:2008 年全球金融市场几近崩溃,影响了资本市场的正常运作,然而对并购的需求却不会因此而停止,其需求只是暂时地延后罢了。特别是在中国"走出去"的政策之下,政府鼓励企业小心谨慎地掌握当前最佳的国际购并的时机。其次,美国投行的全军覆没,对全球并购市场的分配将重新开始。此外,并购领域也会因许多产业结构的亟待调整而呈现百花齐放的现象。

☆美国普信集团副总裁林羿:

从现在开始逐渐购入股票

王艳伟/文

虽然在 2008 年底公布的一系列美国经济数据令人沮丧,但纽约三大股指在新年首个交易日却大幅上涨,令投资者对 2009 年全球股市触底反弹重燃希望。

美国普信集团副总裁林羿向记者表示,美国衰退恶化的程度已经接近极点,股市也许还会在未来 6～9 个月内延续疲软走势,但是当前的股市已经出现较好的投资机会,而且一旦经济有所好转,股市将出现非常剧烈的反弹。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2008年下半年以来，金融海啸导致美国经济全面溃败，从2008年12月份已经公布的数据来看，美国经济衰退已经全面展开。林羿表示，2009年通胀不会是阻碍经济发展的主要因素，CPI还会继续降低。预计2009年失业率会在8%到9%之间，人均收入会减少，但由于CPI可能出现负增长，因此真实的工资增长率将保持在1.1%。另外，房市在2009年难以走出低迷。目前房价仍然在下降，“去杠杆化”仍在继续，这基本抵消了房贷利率降低的积极作用，所以房贷利率降低并没有起到稳定房价和活跃房市交易的作用。能源市场也不会完全恢复正常。

经济衰退造成美国很多上市公司基本面急剧恶化，包括零售业和汽车业在内的多个行业出现了以消费者为引导的全面衰退。而在2008年底时，为了应付投资者的赎回要求，对冲基金不得不大量抛售股票，更使疲弱的股市雪上加霜。

“别人恐惧我贪婪”的时刻是否来临？

美国当选总统奥巴马将于2009年1月20日就职，市场各界人士对其上台后将实施的经济刺激计划寄予厚望，林羿也认为这些计划将会有效地减缓美国经济的恶化。“美联储已经采取了强有力的货币政策，利率已经降到0～0.25%之间，但这些积极的货币政策所带来的作用是间接的，更能直接影响经济的是财政政策，包括减税、为州政府提供拨款以支持各种福利项目、加大基础设施建设等等。而这正是奥巴马政府刺激方案的主要内容。”

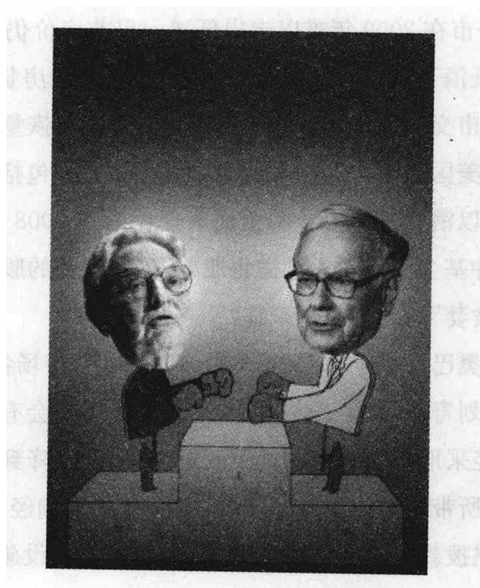
林羿认为，基本面疲弱的情况已经被充分反映在股价当中，目前标普500指数所呈现的市盈率已经达到非常低的水平，只有9%左右，红利收益率也大幅增加，与10年国债收益率的差价达到20年来最高水平。“这说明有太多人为了避险而放弃股票转向投资国债。从长线价值投资者角度来讲，目前是非常好的股票投资机会，而这样的短期窗口机会转瞬即逝。”

估值依然是选择股票的重要依据。林羿表示，目前的投资策略总体而言是减少现金持有，增加股票和可转债的投资。对于估值被无情打压的媒体、有线电讯业、零售业、工业生产企业和公用事业企业等等，普信集团正在抓紧时机购入。“这些行业在经济衰退中是容易被投资者忽视的，但是随着政府救市力度加大，经济衰退会有所减弱，股市基本面也会逐渐好转。而这些估值很低的板块一定会率先获益，并有望出现较大的反弹。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录 2

巴菲特 PK 索罗斯



巴菲特和索罗斯，一位是投资大师，一位是投机大师。在百年一遇的金融危机面前，年逾古稀的他们仍宝刀不老，并且，两人对零售连锁、金融、石油天然气和运输业中的多只股票有着共同的偏好。

巴菲特、索罗斯的漂亮"裸泳"

[极端的风浪中，更能展现出大师的魅力。在当今国际投资市场，还战斗在第一线的大师级人物，恐怕只剩下巴菲特和索罗斯。一位是价值投资大师，一位是宏观投机大师，两人都已年逾古稀，他们或许并未真正将彼此列为对手。不过，在不同风格之下，两者还是有颇多相同之处。]

赵　刚/文

当潮水退去，才知道谁在裸泳。

巴菲特、索罗斯也实打实地经历了这次金融危机中的大潮。在 2008 年，他们一个收益下跌 62%、账面价值缩水 9.6%，一个则盈利 8%。索罗斯在这一年显然更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

胜一筹。但相比同业，巴菲特的业绩依然值得称道。

巴菲特、索罗斯都是裸泳者，不过现在来看，他们在2008年的泳技都算漂亮。

2008年，“价值投资”的巴菲特在和“对冲投机”的索罗斯的比较中处于下风，但危机还在继续，是否应该再看得远一些呢?

作为伯克希尔·哈撒韦公司董事长兼首席执行官，在公司难看的年报面前，78岁高龄的“股神”巴菲特不得不向股东们说声“对不起”，并承认自己犯了错误。

巴菲特非常诚恳地在给投资者的信中写道：“在过去的2008年，我在投资上做了一些愚蠢的事情，起码在董事会犯过一次重大投资失误，此外还犯过不少其他投资错误。这些错误决策给公司造成了数十亿美元的损失。”

信中所提的一次重大投资失误指的是，在国际油价接近高点时加仓，他下决策投资美国康菲石油公司，将伯克希尔公司从2007年持有的1 750万股增至2008年年底的8 490万股。“我没有想到2008年能源价格会如此暴跌，这一投资失误给公司造成数十亿美元的损失。”巴菲特表示。所犯的其他投资错误指的是，图便宜花了2.44亿美元购买当时两家爱尔兰银行的股票，结果到2008年年底为止两家银行的股价狂跌了89%，而且两家公司的股价2009年以来还在下滑。随着全球金融股暴跌，公司财务报表上不得不再减记2 700万美元的账面损失。

索罗斯旗下的量子基金在2008年的回报率却达到了8%，而2008年是对冲基金最为悲惨的一年，全球2/3的对冲基金都在赔钱，总亏损额达3 500亿美元。索罗斯2008年的成功在于对宏观形势的把握比较准确。和巴菲特相反，索罗斯正是在油价处于低位的时候大举购入了石油类股票。根据其旗下的索罗斯基金管理公司(Soros Fund Management)2月17日提交的文件，该公司在2008年第四季度将其持有的巴西石油公司和Potash公司的股票翻了一番，这2只股票已成为索罗斯最大的重仓股。

此外，索罗斯增持了900万股电子零售商百思买公司的股票，占后者总股份的2.3%；而与此同时，索罗斯在2008年第四季度减持了300万沃尔玛公司股票，目前他在沃尔玛公司的持股比例仅为0.01%。他还抛售了黑莓手机制造商RIM公司200万股。还有分析认为，2008年索罗斯在做空英镑中同样获得了不小的收益，而索罗斯基金管理公司目前管理的资产约210亿美元。

最后需要指出的是，仅仅对作为长期投资者的巴菲特以一年的标准来衡量是片面的，对一个长期投资者来说，仅仅一年的统计期间，实在是太短了。更何况，巴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

菲特 2008 年的表现总体依然不错，远超标准普尔指数。而假以时日就会证明，现在的亏损可能只是阶段性的。索罗斯的优异判断能力，能不能保证他未来不出现重大失误，也不得而知，况且这场危机还远远没有结束。

请客观评价巴菲特 2008 年的投资业绩

[2008 年巴菲特管理的伯克希尔公司亏损了 115 亿美元，但 2008 年初公司股东权益也就是净资产高达 1 207 亿美元，因此亏损幅度只有 9.6%，也就是说巴菲特管理的伯克希尔这只基金净值在 2008 年损失了 9.6%。]

刘建位/文

伯克希尔公司巴菲特控股 40%以上，公司总部包括巴菲特在内只有 15 个人，别的业务不做，只做投资，包括收购控股企业、股票投资和衍生产品投资。因此你可以把伯克希尔公司看成一个投资范围不受限制的基金，巴菲特是基金经理，只有芒格一个基金经理助理，下面连一个研究员也没有。

2008 年巴菲特管理的伯克希尔公司亏损了 115 亿美元，但 2008 年初公司股东权益也就是净资产高达 1 207 亿美元，因此亏损幅度只有 9.6%，也就是说巴菲特管理的伯克希尔这只基金净值在 2008 年损失了 9.6%。

巴菲特坦率地承认：一年亏损 9.6%，这是从他 1965 年开始管理伯克希尔公司至今的 44 年间业绩最差的一年。

股神自责，但我们未必应该随便指责。

这 44 年里，巴菲特只亏损过两年，2001 年亏损 6.2%，加上这次 2008 年亏损 9.6%，其余 42 年全部盈利。

44 年，只亏损过 2 年，对这样的投资业绩记录，你如果是持有人，应该会满意吧？

我还要再告诉你一点：2008 年美国标准普尔 500 指数下跌 37%，这意味着，尽管巴菲特亏损了 9.6%，却以 27.4%的优势大幅战胜市场。

再和中国股市比一比，根据银河证券基金研究中心统计，2008 年沪深 300 指数下跌 66%，中国股票型基金的平均年收益率为亏损 50.63%，表现最好的基金冠军年收益率为亏损 31.61%，相比而言，巴菲特亏损 9.6%的业绩，远远跑赢中国所有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的基金。

从1965年到2008年这44年间，巴菲特39年战胜标准普尔500指数，只有5年落后，也就是说整体而言战胜市场年份比例高达88.64%。

那么战胜市场的幅度有多大呢？

过去44年，巴菲特的复利年收益率是20.3%，而同期标准普尔500指数的复利年收益率只有8.9%，巴菲特的投资年收益率是指数的2.28倍。

请注意这是年收益率。

这44年巴菲特的总投资收益率是3 623.19倍，而同期标准普尔500指数收益率为42.63倍，巴菲特的总收益率是指数的76.31倍。或者说，你1万元投资标准普尔500指数基金44年，只能赚到42.63万，接近半个百万富翁，而同样1万元交给巴菲特管理，净值会涨到3 623.19万元，相当于3个千万富翁加6个百万富翁。

可能你要说了，伯克希尔是上市公司，相当于一个可能进行交易的封闭式基金，你刚才算的是净值，而投资伯克希尔公司最终能实现多少收益，还得看股价。

我们先来看看2008年。

伯克希尔公司股价下跌29.55%，而标准普尔500指数下跌37%，明显好于大盘。

根据晨星评级公司的统计，2008年美国股票型基金平均亏损幅度在30%以上，在投资美国本土的基金中，就投资风格而言价值型基金表现相对好一点，其中小盘价值和中盘价值基金平均下跌了32%和37%。伯克希尔的净资产相当于基金净值损失9.6%，远远好于美国股票型基金平均业绩水平，即使是股价跌幅29.55%的表现也略好于美国股票型基金平均业绩水平。

我们再看看伯克希尔过去44年股价的总体表现。

1965年5月10日，巴菲特入主伯克希尔公司，这一天股价大涨到18美元。

此后，伯克希尔除了一次分红之外，没有进行过任何股份合并或分拆，到2008年底收盘价为99 900美元，累计涨幅5 550倍。而同期标准普尔500指数累计涨幅只有42.63倍，伯克希尔股价44年的涨幅比大盘多了5 507倍。

2007年12月11日伯克希尔股价最高达到151 650美元，换算成人民币超过103万元，与巴菲特最初接管公司时的18美元股价相比，最高上涨了8 425倍。

巴菲特给他的股东们也给自己创造了巨额财富。2008年3月5日巴菲特以620亿美元取代比尔·盖茨成为世界首富。尽管股价下跌，到9月17日，巴菲特仍

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以 500 亿美元在美国福布斯 400 富翁排行榜上位居第二。

创造出如此辉煌投资业绩，如此巨额财富，而且把 85%相当于 425 亿美元捐献给慈善事业，无论是能力，还是人品，巴菲特被称为股神，并不为过。

当乔丹输了一场球甚至几场球后，我们可以批评他在比赛中犯下的错误，但却不能贬低他一生辉煌的战绩，我们还得承认乔丹确实是篮球之神。神，并非百战百胜，并非十全十美。

我在想两个问题：巴菲特 2007 年和 2008 年分别投入 191 亿和 101 亿美元买入股票，巴菲特 2008 年年底还有 271 亿美元现金。而现在美国股市是 12 年新低，这么惨的熊市，他竟然还有这么多现金。如果抄底成功，股市反弹后，那些现在批评巴菲特的人又会说什么呢？

“巴迷”“索迷”眼中的偶像之争

匡志勇/文

2008 年的股市让巴菲特和中国的“巴迷”们都“折了腰”，而索罗斯借助敏锐判断力去年获得远超同行的回报，近来私募投资界中“索迷”开始急剧增多。

2008 年之前，印象中国内投资界包括公募、私募基金经理都标榜自己是价值投资者，个个争相对巴菲特顶礼膜拜。有人为了有机会见到偶像，专门买上几股伯克希尔·哈撒韦公司股票，远渡重洋去开股东大会；有人花上 1 000 多万元为了和巴菲特共进晚餐。最近，巴菲特被大家提到的明显少了。巴菲特的伯克希尔·哈撒韦公司对美国上市公司的投资组合 2008 年四季度受到严重冲击，以 2008 年全年业绩看，公司收益下跌了 62%。而索罗斯掌管的量子基金则逆市获得 8%的收益增长。在中国的私募投资界，索罗斯凭着自己的敏锐判断力人气大增，大有超越巴菲特之势。

龙腾资产管理公司董事长吴险峰多年来一直倾慕索罗斯。在吴险峰眼中，巴菲特是一个优秀的财务投资者，但是从金融投资角度看，不如索罗斯表现好。巴菲特持股有一个特色是长期持有、价值投资，强调企业要有较高安全边际。吴险峰认为巴菲特过于专注于微观层面，对于宏观经济和市场趋势的判断不如索罗斯敏锐，或者说不如索罗斯这样重视宏观趋势。巴菲特的投资在通常情况下都是相当有利，但是一碰上金融危机这类小概率事件，就错了，而且会错得比较厉害。为什么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

涨，为什么跌？研究金融市场各个变量之间的关系和演变，这是一门相当艰深的学问，然而索罗斯能够做得很好。2008 年他在美国股市做空银行股，就充分体现出他对经济走势判断之准确。

当然，历经数十年市场依然屹立潮头的巴菲特仍有着其魅力。深圳一位女私募基金经理评价说，巴菲特的投资策略是“方与正”，正大光明，走得是持股获利的道路。对于这种策略，能长期获得优秀表现是最为艰难的。索罗斯走的是“巧和险”，重视趋势，操作上极为灵活，甚至会选择做空、卖空等手段。但是一旦判断错了，就可能出现全军覆没的风险。另外，索罗斯采用卖空等手段，对于市场的稳定、对于投资同行是不利的，巴菲特当然更应该值得尊敬。

投资书中的“东邪西毒”

谢潞锦/文

作为 20 世纪以来最具旗帜性的投资大师，巴菲特和索罗斯犹如“东邪西毒”般铭刻在投资史上，时光的碎片可能令他们的智慧更加历久弥新。而作为苦苦寻觅投资市场“连城诀”的芸芸众生，大师的投资秘籍可能是值得反复阅读的参考读物。其实，即便是当作平时书橱点缀的经典名著，上述两位不世金融奇才的图书，也十分值得拥有一席之地。

相对来说，已经出版的书籍中由巴菲特本人撰写的读物甚少，而有关这位大师的传记性读物较多，比如《滚雪球：巴菲特和他的财富人生》就属于人物传记类图书，书名源自巴菲特的名言：“人生就像滚雪球，重要的是找到很湿的雪和很长的坡。”而另一本被反复推荐的经典读物即《巴菲特致股东的信》则是一本将这位大师每年股东大会上的发言按照主题归类而编辑成的一本书。巴菲特本人也认为，这本书比到目前为止的任何一本关于他的传记都要好，如果他要挑选一本书去读，那必定是这本书。古人有云，“述而不著”，并不系统的读物，可能更能接近真实状态。

至于索罗斯，大家最先想到的可能是他的《金融炼金术》。这本书基本归纳了这位投资大师考虑问题的原则、出发点。即便是当作一本大学金融学、国际贸易、货币银行学的课外参考读物，此书也十分值得反复阅读。同时，在他最新出版的《索罗斯带你走出金融危机》新著中，他再将他的哲学体系贯穿其中，且描画得更加通彻。尤其在经历了 2008 年以来的金融危机之后，阅读起来更加有时代感。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值得注意的是，从上述两位大师的个人经历出发，他们有明显的共同点，比如，他们都有各自的“最佳拍档”（分别是查理·芒格和罗杰斯）；他们都是通过个人努力达到显赫社会地位的；两人都有着各自知识体系的源头，比如，当人们把格雷厄姆的《证券分析》和费雪尔的《怎样选择成长股》认真通读之后就更加能体会巴菲特的投资魅力，而当人们阅读英国哲学家们的著作时也能联想起索罗斯的智慧片段。

不过，在阅读上述两位大师的著作时，掌握他们看问题和分析问题的基本性原则显得十分关键。比如，巴菲特主要是根据公司本质来选择权益类投资的主要方向。对于公司，巴菲特可能更加在行。而对索罗斯而言，作为外汇交易员出身的他，既将其基本的投资原则以“反身性原理”详加概括，并反复演绎到各类投资市场之中。而且，作为对冲基金行业的开拓者，索罗斯的投资犹如国际象棋盘上的那枚皇后，可以通过全方位的视野捕杀可以控制的机会。这种思路对于投资产品越来越丰富的国内投资者来说，可能显得富有启发。

此外，在阅读大师级人物的书籍时，不妨将部分时间投入到了解他们的求学生涯、成长经历、工作拍档等方面，甚至他们的各自找工作的经历也十分值得关心。

索罗斯：欧盟新成员面临着严峻考验

王磊燕/文

索罗斯认为目前金融危机的根源在于20世纪80年代对金融体系的监管放松，并标志着自由市场模式的终结。

2月20日，在纽约哥伦比亚大学的私人晚宴上，索罗斯告诉经济学家和银行家们，里根时代开始的金融业自由化导致了一系列的危机，并迫使政府介入。他表示，美国房地产市场的崩坍所引发的全球经济衰退已经“损毁了金融体系本身”。

索罗斯说：“我认为我们现在身处危机，这是一个自20世纪30年代以来最严重的危机，并且和我们有生之年所经历的其他危机都有所不同。”

索罗斯指出，2008年9月雷曼兄弟的倒闭是华尔街危机溢向实体经济的转折点。他说：“经济开始做自由落体式的下滑，并且仍在下滑，在达到底部之前，我们还不知道底部在哪里。”

他说：“我们目睹了金融体系的崩溃。它被放在人工呼吸机上，现在还在那个机器上。而现在还没有任何迹象表明我们已经接近底部了。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他认为此次危机的程度更甚于大萧条时代是因为杠杆的存在。从20世纪20年代至今，债务占国民生产总值的从160%上升到了350%，并将继续上升到500%。

对于中东欧经济体，索罗斯认为欧盟的新成员面临着极其严峻的考验，因为这些国家一半以上的外债是外汇，尤其是瑞士法郎。“这是一个急需关注的问题。”索罗斯说。

索罗斯曾在1992年通过做空英镑而赚取了10亿英镑的利润。他在2009年1月的达沃斯论坛上表示已经停止对英镑做空。“我的确预见到了英镑的下跌，我们也的确持有过英镑空仓，”但在英镑对美元1.40以下的水平，“我认为风险回报似乎不再那么清晰了”。

巴菲特：只关注4个目标

摘自巴菲特最新致股东的信　丁　瑜　翻译

随着时间的推移，全球很多大金融机构的一系列火烧眉毛的难题逐渐显现。于是导致了曾经举足轻重的信贷市场功能也开始失常。响彻全国的口号变成了年轻时我在餐馆墙上看到的信条：我们只相信上帝，所有其他人请付现金。

用扑克的术语来说，财政部和美联储已经“全押”。先前开出的经济药剂量是用杯子来衡量，最近已经开始用桶。这些之前难以想象的剂量将带来的不良后果几乎是可以肯定的。而非常可能出现的一个后果是通货膨胀的来袭。此外，支柱产业开始依赖联邦救援，然后就是城市和州要忍受难以想象的要求。让这些企业断奶将是一个政治上的挑战。他们不会欣然脱离母亲的怀抱。

要让金融系统避免彻底崩溃，政府2008年采取的强有力的紧急措施必不可少，无论可能出现怎样的负面影响。一旦出现彻底崩溃，对我们经济中的所有领域都将造成灾难性的后果。不管你喜不喜欢，华尔街、普通民众以及美国各界人士，大家都在同一条船上。

然而，在这片坏消息之中，千万别忘了我们的国家过去曾经面临比当前严重得多的困境。单说20世纪，美国就参加了两次世界大战(其中一次战争的初期情况还不乐观)；十几次的恐慌和萧条；1980年通胀导致了最优惠贷款利率升至21.5%；还有20世纪30年代的大萧条，那段时间失业率一直高居15%到25%之间。美国从来不缺乏挑战。尽管如此，美国都一一克服。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从44年利润表中不难看出，75%的年份标普股票是正的收益。我大胆认为，在下个44年里，也会有这么多的年份是正的收益。但是无论是我伯克希尔的搭档查理·芒格还是我自己，都不能预知未来的盈亏。（通常我们认为没有人能做到这一点）例如，我们可以肯定的是，经济在2009年将会混乱不堪，而且可能还会持续，但这个结论并不能告诉我们股市会涨还是会跌。

再好的和坏的年景，查理和我只是关注4个目标：

(1) 始终保持伯克希尔公司“直布罗陀式”的财政境况，特征是拥有巨大的超额流动性、适度的短期负债，拥有大量的收益和现金来源。

(2) 拓宽那些给予我们的业务以持久竞争优势的护城河。

(3) 获取并发展新的多样化的收益来源。

(4) 扩充并培养优秀的经理骨干，这些年里正是他们帮助伯克希尔取得了优异的成绩。

巴菲特、索罗斯智慧交集：五大行业十只股票

——以零售连锁业为例分析两位大师股票投资的同与不同

[巴菲特持有的5只零售股，基本上是长期持有，但并非全部一直不动，也会视公司情况进行增持或减持。

索罗斯这5只零售股全部买卖过，但持有期限却明显短得多，往往不到一年，甚至只有两三个月，然后迅速卖出。]

刘建位/文

虽然巴菲特和索罗斯在投资上有太多的不同之处，不过，两人的股票投资组合，竟在五大行业中的10只股票上出现了重合。

在2008年，巴菲特和索罗斯共同持有五个行业的10只相同股票，其中包括：零售连锁行业的5只股票，银行业的美国银行和美国太阳信托银行(SunTrust Banks Inc. STI)2只股票，石油天然气行业的康菲石油，运输行业的联合太平洋公司(Union Pacific Corp. UNP. NYSE)，金融服务行业的高盛公司，两人都抛售了食品饮料行业的英博啤酒(ANHEUSER BUSCH COS INC. BUD. NYSE)。

为什么一位最成功的投资大师和一位最成功的投机大师会共同看好这五个行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业，在相同的行业相同的股票上买卖操作有什么不同，这对我们中国投资者有什么启示？

今天我们先谈谈巴菲特与索罗斯共同看好的零售连锁业。

巴菲特2008年底持有零售行业的家得宝、劳氏公司、沃尔玛、好事多、Carmax共5只股票，持股总市值为17.58亿美元，占其组合的3.4%。

索罗斯2008年底持有9只零售行业的股票，持股总市值为3.66亿美元，占其股票组合的12%。

有趣的是，两位大师的投资风格差别很大。

巴菲特持有的5只零售股，基本上是长期持有，但并非全部一直不动，也会视公司情况进行增持或减持。

索罗斯这5只零售股全部买卖过，但持有期限却明显短得多，往往不到一年，甚至只有两三个月，然后迅速卖出。他在2008年四季度新买入家得宝和劳氏公司，却大幅减持半年多之前买入的沃尔玛，清仓一年前买入的好事多和一个季度前买入的Carmax。

沃尔玛

PK：巴菲特一直持有收益率12.5%；索罗斯微盈出手。

● 简介及指标：1962年成立，经过40多年的发展，沃尔玛公司已经成为世界上最大的连锁零售企业，销售收入居全球500强榜首。事实上，沃尔玛的年销售额相当于全美所有百货公司的总和。

过去10年，公司销售收入、EBITDA（税息折旧及摊销前利润）、自由现金流、净资产年复合增长率分别为13%、13.3%、27.1%、14.6%。

截止到2009年3月3日，公司股票总市值1962亿美元，每股股价48.49美元，市盈率14.4倍，市净率3倍，股息收益率1.9%。

● 持股及盈利：2005年巴菲特以9.42亿美元买入沃尔玛1994.43万股，持有至今，占公司发行总股本的0.51%，持股市值11.18亿美元，在其股票投资组合比重占2.56%，为其第11大重仓股。巴菲特投资收益率为12.5%。

2007年四季度索罗斯买入21614股，2008年一季度增持到32.51万股，二季度增持到61.29万股，三季度股价在56～61美元之间波动，索罗斯大幅增持到379.189

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

万股，三季度末持股市值 2.27 亿美元。

2008 年四季度股价在 47～60 美元之间波动，索罗斯大幅减持到 47 万股，占公司发行总股本的 0.01%，四季度末持股市值 2 634.80 万美元，在其股票投资组合比重占 0.86%。估计索罗斯微盈出手。

好事多

PK：巴菲特已卖大部分，预计盈利 20%～40%；索罗斯估计小赚出手。

● 简介及指标：好事多(Costco Wholesale Corp. COST)是一家仓储会员式企业，在全世界经营超 452 家的卖场，分布遍及 7 个国家，是仓储批发卖场的领导者。目前是全美第四大零售企业，在全球零售企业中位居第七。

过去 10 年，公司销售收入、EBITDA、净资产年复合增长率分别为 11.1%、8.3%、12.3%。

截至 2009 年 3 月 3 日，公司股票总市值 185 亿美元，每股股价 40.77 美元，市盈率 13.7 倍，市净率 2.09 倍，股息收益率 1.5%。

● 持股及盈利：巴菲特 2000 年三季度买入 2 411.5 万股，9 月底持股市值为 8.43 亿美元，价格区间为 31～39 美元。随后不断减持，2001 年底减持至 575.64 万股，持股市值为 2.55 亿美元。

2008 年底持有 525.40 万股，占公司发行总股本的 1.22%，持股市值 2.76 亿美元，在其股票投资组合比重占 0.53%，为其第 18 大重仓股。2009 年 3 月初价格为 30 美元左右，与买入价格基本持平，但巴菲特已经卖出大部分，预计盈利在 20%～40%左右。

索罗斯 2007 年第二季度买入 5.38 万股，买入价格区间为 53～59 美元。2008 年第二季度大幅加仓近一倍到 10.47 万股，增持价格区间为 65～75 美元。但第三季度全部清仓，卖出价格区间为 60～75 美元。估计小赚出手。

美国家得宝

PK：巴菲特小买，账面亏 50%；索罗斯账面亏损约 15%。

● 简介及指标：家得宝公司(The Home Depot；HD. NYSE)成立于 1978 年，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是全球最大家具建材零售商，美国第二大零售商。

过去10年，公司销售收入、EBITDA、自由现金流、净资产年复合增长率分别为13%、13.3%、27.1%、14.6%。

截至2009年3月3日，公司股票总市值17亿美元，每股股价34.86美元，市盈率9倍，市净率1.8倍，股息收益率4.62%。

● 持股及盈利：巴菲特2005年二季度买入94.5万股，2005年底增持到500万股，当时股价在40美元左右。2006年底减持到418.10万股。2008年底巴菲特持有370万股，占公司发行总股本的0.58%，持股市值为851.74万美元，在其股票投资组合比重占0.16%，仓位排名最后一位。

索罗斯2008年四季度买入103.6万股，当时股价在23美元左右，占公司发行总股本的0.06%，持股市值为238.49万美元，在其股票投资组合比重占0.78%。

2008年3月初，股价在19美元左右，预计巴菲特账面亏损50%左右，索罗斯账面亏损15%左右。

美国劳氏公司

PK：巴菲特估计亏50%；索罗斯亏30%以上。

● 简介及指标：美国劳氏公司(Lowe's Companies, Inc. LOW)是美国第二大家居装饰用品连锁店，与业界排名第一的家得宝相比，各具特色。美国《财富》杂志曾这样形容：许多人把劳氏视为“穷人版”的家得宝。

过去10年，公司销售收入、EBITDA、净资产年复合增长率分别为16.9%、21.4%、20.1%。

截止到2009年3月3日，公司股票总市值14.69亿美元，每股股价14.16美元，市盈率9.5倍，市净率1.29倍，股息收益率2.14%。

● 持股及盈利：2005年二季度巴菲特买入39万股。2006年底增持至700万股，当时股价在30美元左右。

2008年底巴菲特持有650万股，占公司发行总股本的0.44%，持股市值1.40亿美元，在其股票投资组合比重占0.27%。

索罗斯2008年四季度买入109.9万股，买入均价21美元左右，当时占公司发行总股本的0.07%，2008年底持股市值236.50万元，在其股票投资组合比重占

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

0.77%。

到3月3日股价只有15美元左右，估计巴菲特亏了50%左右，索罗斯亏损30%以上。

Carmax

PK：巴菲特浮亏50%以上；索罗斯小盈或小亏抛出。

● 简介及指标：Carmax公司(Carmax Inc. KMX)是美国最大的二手车连锁销售公司，成立于1993年。

过去5年，公司销售收入、EBITDA、净资产年复合增长率分别为14.7%、21.9%、20.6%。

截止到2009年3月3日，公司股票总市值19.24亿美元，每股股价9.47美元，市盈率28.2倍，市净率1.23倍，股息收益率0.58%。

● 持股及盈利：2007年三季度巴菲特买入1398.18万股，价格区间为20～27美元。四季度继续增持至2100万股，价格区间为20～24美元。2008年一季度略有增持至2130万股，随后小幅减持，到2008年底巴菲特持有1763.65万股，占公司发行总股本的8%，持股市值1.39亿美元，在其股票投资组合比重占0.27%，排名倒数第二。2009年3月初股价在9.5美元左右，巴菲特至少浮亏50%以上。

索罗斯2008年第三季度买入5万股，买入价格区间为10.50～17.10美元，但第四季度全部清仓，卖出价格区间为6.59～14.89美元，估计小盈或小亏抛出。

经验总结

● 大牛股远在天边，近在眼前，就在你经常去逛的店里。

零售连锁行业是非常具有长期投资价值的行业，这是巴菲特青睐零售连锁股的重要原因。他选择的这5只股票创造出惊人的长期涨幅：

沃尔玛从1974年10月的0.0185美元到2008年9月最高上涨到59.63美元，34年上涨322.2倍。

好事多从1994年12月的6.88美元到2008年6月最高上涨到70美元以上，14年上涨10倍以上。

家得宝从1985年10月的0.2414美元到1999年12月最高上涨到68美元以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上，14 年上涨 280 倍以上，尽管现在股价回调到 20 美元左右，也上涨了 80 多倍。

劳氏公司从 1987 年 12 月的 0.50 美元到 2006 年 2 月上涨到 34 美元以上，19 年上涨 68 倍以上，尽管现在股价回调到 15 美元左右，也上涨了 30 倍。

Carmax 曾经从 2000 年初的 0.8 美元最高涨到 2007 年初的 28 美元，7 年上涨 35 倍。

● 好公司不一定是好股票，这和买入价格及持有时间有关。

只有较早的时间以低估的价位买入，长期持有，股价随着公司的成长而增长，才能赚大钱。在过高的价位买入，再好的公司也会让你亏损。巴菲特和索罗斯在这 5 只非常著名的零售连锁巨头上赚过钱，也曾亏过钱。尤其是现在美国经济遭遇次贷危机，房地产的低迷给销售装修建材的家得宝和劳氏公司造成了很大的影响，公司股价也大幅下跌。好公司重要，好的价格也很重要。但买入好公司的好处是，即使是买价过高了，长期持有也有赚回的把握，但买入烂公司可能就赔光了。

● 巴菲特是投资大师，主张长期持有，但绝对不是全部都是买入之后，一直持有，死了也不卖，而是有的坚决长期持有，如沃尔玛；有的则是持有一段时间后就卖出，如持有半年就卖出的好事多。

● 索罗斯是投机大师，倾向于短期持有，其操作中也绝非几天就买入卖出炒短线，而是在几个月甚至一年左右期间，利用股市的震荡择机获利。请注意索罗斯追求的是投机获利，但他选择的这些零售连锁公司的基本面非常好，连注重长期投资选股非常慎重的巴菲特也选择了同样的股票，这说明他的投机其实也是投资，只不过是利用市场短期内对优秀公司的过度打压形成的低估机会进行获利。

● 大师也会犯错，大师是人，不是神，并不是百选百盈，只要你正确的次数多于错误的次数，在正确的股票上赚的钱多得多，在错误的股票上亏的钱少得多，业绩就会很好了，大师的过人之处在于正确多于错误，而且不犯大错不亏大钱。对自己的错误不要太紧张，大师也会出错，何况我们这些平凡的业余投资者。反过来这也提醒我们，只有那些骗子或者骗子软件才会吹嘘能够绝对保证你选到大牛股赚大钱。

最后说明的是，本文中所有股价来自于 finance.yahoo.com，所有持股变动数据来自于两位大师管理的公司向美国证监会申报的公开披露信息，估计买入卖出价格区间为所在季度的价格波动区间，因此盈利亏损比例只能大致估计，而且由于索罗斯持有时间较短，更加难以估计，因此盈亏数据仅供参考。

（作者为汇添富基金管理公司首席投资理财师）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特和索罗斯的异曲同工

- **两人成长背景截然不同，巴菲特来自一个极端保守的美国家庭，索罗斯只有苦难的童年。**
- **投资方式上，主要是运用技术手段的不同，一个价值投资，一个宏观对冲。**
- **投资都“不喜欢他人主导”。**
- **他们在投资理念和投资思想上并没有完全地割裂。**

潘玮杰/文

巴菲特的“价值投资”和索罗斯的“宏观投机”被视为投资界的两个极端力量，在普通人眼里是如此的不同，但其实不然。在讨论二者之前，首先需要知道的是，无论巴菲特也好，索罗斯也罢，都具有不可复制性，简单的类比并没有多大意义，而只有通过对二者投资思路、投资理念，乃至投资哲学的理解，才能了解二者为何如此不同，却又如此相同。

当20世纪40年代格雷厄姆的《证券分析》在美国广泛传播后，其价值投资的思想开始被人熟知，但我们只看到了一个巴菲特，可见价值投资的分析框架虽然有效，但是并不是人人可以实践。同样，开创“宏观对冲”概念的索罗斯，也是不容易模仿的对象，虽然如今全球对冲基金规模可谓巨大，但是能有“量子基金”这样骄人业绩的也是凤毛麟角。

饮水思源，回顾两位大师的成长轨迹，虽然他们都出生于20世纪30年代，但两人的成长背景却截然不同。巴菲特来自于一个极端保守的美国家庭，他从小就将财富视为一种容易获得但是难以持续累积的事物，由此产生的财富保守概念也是今后他成功的重要原因。而索罗斯就没有巴菲特这样的好家世，甚至可以说是苦难的童年，因此也铸就了索罗斯在日后将保证财富不损失作为第一原则的投资风格。二者虽然家世背景相差甚远，但是对财富的保守观念却是他们最大的共同点，也是能够在未来运用不同的投资方式积累起巨大财富的最重要因素。

从二者投资方式的差异来看，主要是运用技术手段的不同，就如同西洋油画和中国国画之间的差异，到底是价值投资管用，还是宏观对冲有效；到底是拾地上的“湿烟蒂”，还是通过“反身理论”来炼金，这都只是方式不同而已。

比如，巴菲特常常将市场比喻为“Mr. Market”，其实这是格雷厄姆的经典阐述，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“市场先生”喜怒无常，常常会提供给交易者低买高卖的机会，也就是价格低于价值的机会，并且还能提供一个“安全边际”，这无疑是价值投资能够成功的重要原因。市场价格低于内涵价值的机会，一个个“烟蒂”由此出现，捡拾起来还能抽几口的烟蒂，正是巴菲特的目标，而这些目标是市场提供给他的机会，是一种市场失效、市场非理性的结果。

而索罗斯对于市场无效的判断显得更为宏观、更为理论化。他认为市场并不能准确地反映市场环境，反映出的总是对现实状况的偏离或曲解，市场参与者所持的并在市场价格中体现的这些曲解的观点在某些情况下影响了本应由市场价格体现的所谓基本面，他将市场价格和现实状况之间的双向联系称为“反身理论”。通俗地说，就是市场失效导致的价格崩溃实质上是市场最后认清了现实状况。由此可见，二人对于市场无效的理解可谓异曲同工。

除了对财富的保守观念外，二人在投资理念上另一个相同就是“不喜欢他人主导”。巴菲特无论是从投资的组织形式上，还是具体的投资运作过程中，都极其讨厌别人的干涉，从初期的有限合伙方式，到后来的伯克希尔·哈撒韦，都不允许其他投资人对他的投资作出任何的干涉。在对待投资对象时，更是这样，不管是地图公司，还是风车配件，后来的保险公司和报纸媒体，巴菲特喜欢挑选自己喜欢的管理层来让公司价值得以体现，并且最终反映到价格上。

这一点对于索罗斯来说也是一样的。例如 1992 年对英镑狙击过程中，索罗斯对英国央行主导的汇率深恶痛绝，并发起了庞大的冲击，最终在汇率这样带有主权性质的定价过程中也发挥出了无与伦比的主导性。由此可见，二人在不同的投资领域都将主导权牢牢地把握在自己手里，绝不做自己不能控制的事情，这一点对于普通投资者来说也具有非常重大的意义。

但实际上来看，他们在投资理念和投资思想上并没有完全地割裂，哪怕巴菲特说自己不懂宏观，可他还是运用了经济周期在寻找价值低估的公司；哪怕索罗斯说自己不懂公司，可实际上他还是狙击英镑时买入了大量的英国公司的股票作为对冲，可见具体的投资方式方法并不妨碍两人的财富增长效率。

（作者为上海利可投资有限公司投资总监）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

两位投资大师 PK

年龄

巴菲特 78 岁，索罗斯 77 岁，相差只有 1 岁。

学历

巴菲特为美国内布拉斯加州大学学士和哥伦比亚大学硕士，索罗斯毕业于英国伦敦经济学院。

财富

巴菲特 620 亿美元，索罗斯 90 亿美元。

2008 年初福布斯富翁排行榜排名：巴菲特为第 1 位，索罗斯为第 101 位。

资产规模

巴菲特管理的伯克希尔公司 2008 年底总资产 2 674 亿美元，净资产 1 093 亿美元，根据公司向美国证监会呈报的资料，2008 年底股票投资规模 518.70 亿美元。

索罗斯管理的量子捐赠基金据报道资产管理规模为 200 亿美元，根据索罗斯管理的索罗斯基金管理公司(Soros Fund Management LLC)向美国证监会呈报的资料，2008 年底股票投资规模 46.16 亿美元。

目前巴菲特管理的股票投资规模是索罗斯的 11 倍左右。

2008 年业绩

巴菲特管理的伯克希尔 2008 年亏损 9.6%，而同期标准普尔指数下跌了 37%。

索罗斯的量子捐赠基金 2008 年的投资收益率为 8%，而同期对冲基金平均亏损率超过了 18%。

因为两人管理的公司都不仅仅投资于股票，因此从其公开资料难以测算股票投资的业绩。

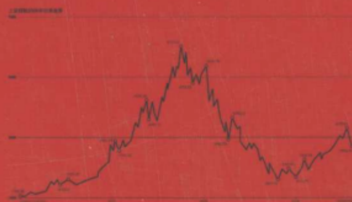
投资组合

从其向美国证监会申报资料来看，两人的投资组合差别很大。

巴菲特投资组合非常集中，518 亿美元只投资了 41 只股票，平均 1 只股票投资金额超过 12 亿美元。

索罗斯的投资组合相对而言要分散得多，46 亿美元就投资了 83 只股票，平均 1 只股票投资金额 0.55 亿美元左右。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



牛熊博弈

2008年，中国股票市场高位崩塌；
2008年，全球金融危机百年一遇。

但几乎转瞬之间，2009年牛市重来！
手握数亿、数十亿、甚至上百亿的投资家，
所有的"投资高手"和"实战牛人"，在市场面前如何重新归位？

ISBN 978-7-313-05917-8



定价：36.00元

上架建议 投资/理财